



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

EB EZB EKT EKP

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

BOLETÍN MENSUAL
JULIO

2009





BANCO CENTRAL EUROPEO
EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL JULIO 2009



En el año 2009,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 200 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, 2009

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2009

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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 1 de julio de 2009.

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



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

5	ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
9	ANEXOS	
15	Cronología de medidas de política monetaria del	
43	Eurosistema	I
48	Documentos publicados por el Banco Central	
	Europeo a partir del 2008	V
61	Glosario	XIII

Recuadros

- 1 Algunas consideraciones respecto a los factores determinantes de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras **17**
2 Comparación entre la evolución de los diferenciales de deuda soberana de países de la zona del euro y la de los diferenciales de bonos estatales de Estados Unidos durante las turbulencias financieras **31**
3 Comparación de la evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en la zona del euro y en Estados Unidos **37**
4 Estimaciones del producto potencial de la zona del euro **48**
5 Inversión de la zona del euro durante la recesión actual **54**
6 Variaciones de la posición de inversión internacional de la zona del euro en el 2008 **66**

ARTÍCULOS	69
Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario	69
La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007	83
Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE	99

ABREVIATURAS

PAÍSES			
BE	Bélgica	NL	Hungría
BG	Bulgaria	AT	Malta
CZ	República Checa	PL	Países Bajos
DK	Dinamarca	PT	Austria
DE	Alemania	RO	Polonia
EE	Estonia	SI	Portugal
IE	Irlanda	SK	Rumanía
GR	Grecia	FI	Eslovenia
ES	España	SE	Eslovaquia
FR	Francia	UK	Finlandia
IT	Italia	JP	Suecia
CY	Chipre	US	Reino Unido
LV	Letonia		Japón
LT	Lituania		Estados Unidos
LU	Luxemburgo		
OTRAS			
AAPP	Administraciones Pùblicas		
BCE	Banco Central Europeo		
BCN	Bancos Centrales Nacionales		
BPI	Banco de Pagos Internacionales		
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador		
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas		
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía		
NACE Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)		
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)		
EUR	Euro		
FMI	Fondo Monetario Internacional		
FMM	Fondos del Mercado Monetario		
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador		
HWI	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	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 Comunidad, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de julio de 2009, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 4 de junio de 2009.

La caída de las tasas de inflación interanual a niveles negativos en junio está en consonancia con las expectativas anteriores y obedece, principalmente, a efectos de carácter temporal. Tras el retorno de la inflación a niveles positivos, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los resultados de las encuestas recientes proporcionan indicios adicionales de que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque su ritmo de descenso debería ser menos acusado que el registrado en el primer trimestre del año. Esta valoración contempla efectos adversos retardados, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se espera una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados de año. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados 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 resultados del análisis monetario confirman la existencia de presiones inflacionistas reducidas, dado que los indicadores monetarios y crediticios siguen siendo débiles. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente reducidas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, lo que seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Los datos económicos y los resultados de las encuestas disponibles desde la última reunión del

Consejo de Gobierno celebrada el 4 de junio han confirmado, en general, las expectativas anteriores. Se espera que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque su ritmo de contracción debería ser menos acusado que en el primer trimestre del año. De cara al próximo año, tras una fase de estabilización se prevé una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010. El considerable estímulo derivado de las medidas adoptadas en las principales zonas económicas debería favorecer el crecimiento mundial, incluido el de la zona del euro.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados. En cuanto a los aspectos positivos, los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas podrían ser mayores de lo esperado. También es posible que la confianza mejore más rápidamente de lo que se prevé actualmente. De otra parte, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo cada vez más desfavorable y, por último, una evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,1% en junio, frente al 0,0% registrado en mayo. El nuevo descenso de las tasas de inflación interanual estaba previsto y refleja principalmente efectos de base resultantes de las fuertes oscilaciones anteriores de los precios mundiales de las materias primas.

En lo que respecta al futuro, como consecuencia de dichos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual se mantendrán temporal-



mente en niveles negativos durante los próximos meses, antes de retornar a valores positivos. Dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. En consonancia con las previsiones y proyecciones disponibles, a más largo plazo, se espera que la inflación permanezca en niveles positivos y que la evolución de precios y costes continúe siendo muy moderada como reflejo de la atonía actual de la demanda en la zona del euro y en otros países. A este respecto, los indicadores de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados 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 de inflación están, en términos generales, equilibrados. A la baja, se relacionan, en particular, con las perspectivas para la actividad económica, mientras que, al alza, se asocian a niveles de los precios de las materias primas superiores a lo esperado. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser más intensas de lo esperado actualmente debido a la necesidad de saneamiento presupuestario en los próximos años.

En cuanto al análisis monetario, los datos más recientes confirman la continuada desaceleración de la expansión monetaria. En mayo, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado volvieron a reducirse y se situaron en el 3,7% y el 1,8%, respectivamente, los niveles más bajos desde el inicio de la tercera fase de la UEM. Esta desaceleración simultánea apoya la valoración de que se ha producido un descenso del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son moderadas.

En mayo, los saldos vivos de la mayoría de los componentes de M3 experimentaron una contracción que fue reflejo, en gran medida, de los recientes descensos de los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables y del incremento de los fondos destinados a instrumentos no incluidos en M3, posiblemente propiciado por dichos descensos.

Asimismo, tras un fortalecimiento considerable en abril, el crecimiento de M1 se moderó en mayo, aunque se mantuvo en niveles elevados. La evolución a corto plazo de M3 en los últimos meses ha sido volátil. Al margen de esta volatilidad, el ritmo de expansión monetaria se ha ralentizado claramente desde el último trimestre del 2008.

El flujo de préstamos bancarios a las sociedades no financieras y a los hogares se ha mantenido moderado, como consecuencia, en parte, del debilitamiento de la actividad económica y de la persistencia de los reducidos niveles de confianza de consumidores y empresas. En los últimos meses se ha observado una ligera contracción intermensual del saldo vivo de los préstamos a las sociedades no financieras. Esta evolución se debe, principalmente, a la disminución de los préstamos a corto plazo, mientras que el flujo de préstamos a plazos más largos ha continuado siendo ligeramente positivo. A este respecto, es importante señalar que las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE han seguido influyendo en los tipos aplicados a los préstamos concedidos a sociedades no financieras y a hogares. La mejora resultante de las condiciones de financiación debería continuar respaldando la actividad económica en los próximos meses. Sin embargo, como ha subrayado el Consejo de Gobierno en ocasiones anteriores, considerando las dificultades que habrá que afrontar, las entidades de crédito deberían adoptar medidas adecuadas para seguir reforzando sus bases de capital y, si fuera necesario, aprovechar plenamente las medidas públicas de apoyo al sector financiero, en particular, en lo que respecta a la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 4 de junio de 2009. La caída de las tasas de inflación interanual a niveles negativos en junio está en consonancia con las expectativas anteriores y obedece, principalmente, a efectos de carácter temporal. Tras el retorno de la inflación a niveles positivos, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios continuará siendo mode-

rada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los resultados de las encuestas recientes proporcionan indicios adicionales de que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque su ritmo de contracción debería ser menos acusado que en el primer trimestre del año. Esta valoración contempla efectos retardados adversos, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización se prevé una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados de año. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son poco intensas, dado que los indicadores monetarios y crediticios siguen siendo débiles. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente reducidas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, y seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las medidas de política monetaria, sus efectos deberían notarse en la economía de forma progresiva. En consecuencia, mediante todas las medidas adoptadas, la política monetaria seguirá prestando un apoyo continuado a hogares y empresas. El Consejo de Gobierno desea hacer notar que el Eurosistema ha facilitado un volumen significativo de liquidez a las entidades de crédito de la zona del euro a través de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses efectuada recientemente. Se espera que esta operación, a tipo de interés fijo del 1%, refuerce adicionalmente la posición de liquidez de las entidades de crédito y contribuya a la normalización de los mercados monetarios y a la concesión de crédito a la economía conjuntamente con las demás medi-

das de apoyo al crédito adoptadas. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, puedan revertirse rápidamente las medidas adoptadas y se absorba la liquidez proporcionada, a fin de poder contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo de manera efectiva y en el momento oportuno. Como se ha señalado en numerosas ocasiones, el Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción las orientaciones de la primavera del 2009 relativas a las políticas fiscales de la zona del euro acordadas en junio por los ministros de Finanzas de la zona. Debe garantizarse la recuperación de posiciones sólidas y sostenibles de las finanzas públicas, a fin de reforzar la estabilidad macroeconómica. En este contexto, los gobiernos de la zona del euro han de elaborar y comunicar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la opinión del Consejo de Gobierno, el proceso de ajuste estructural debería comenzar en cualquier caso, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica. Los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. A fin de corregir los acusados desequilibrios fiscales previstos en los países de la zona del euro, los esfuerzos de consolidación estructural deberán superar significativamente el límite del 0,5% del PIB anual establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En los países con un alto nivel de déficit o de ratio de deuda, el ajuste estructural anual habrá de ser como mínimo del 1% del PIB.

En lo que concierne a las políticas estructurales, resulta necesario intensificar los esfuerzos dirigidos a respaldar el crecimiento potencial de la zona del euro. Considerando el efecto negativo de la crisis financiera sobre el empleo, la inversión y el

capital acumulado en la economía, es indispensable acelerar la aplicación de las reformas estructurales requeridas. En particular, se necesitan reformas de los mercados de productos a fin de fomentar la competencia y acelerar la restructuración y el crecimiento de la productividad. Asimismo, las reformas de los mercados de trabajo han de contribuir a un proceso adecuado de fijación de salarios y a la movilidad geográfica y sectorial. Al mismo tiempo, muchas de las medidas adoptadas en los últimos meses con vistas a apoyar segmentos específicos de la economía han de revertirse en el momento oportuno. En este momento, es funda-

mental poner énfasis en fortalecer la capacidad de ajuste y la flexibilidad de la economía de la zona del euro, en consonancia con el principio de una economía de mercado abierta.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primero analiza el impacto del respaldo de los gobiernos al sector bancario en las finanzas públicas de la zona del euro. El segundo artículo trata sobre la aplicación de la política monetaria desde el comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto de 2007, y en el tercero se expone el sistema de rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de contracción de la economía mundial, no existe hasta ahora evidencia concreta del inicio de una firme recuperación. De forma paralela, las tasas de inflación mundiales se han ido reduciendo rápidamente en los últimos meses como consecuencia del aumento de la capacidad excedente de producción y de los negativos efectos de base de las subidas de los precios de las materias primas durante el pasado año. Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a elevados niveles de incertidumbre, pero los riesgos para la actividad mundial están equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

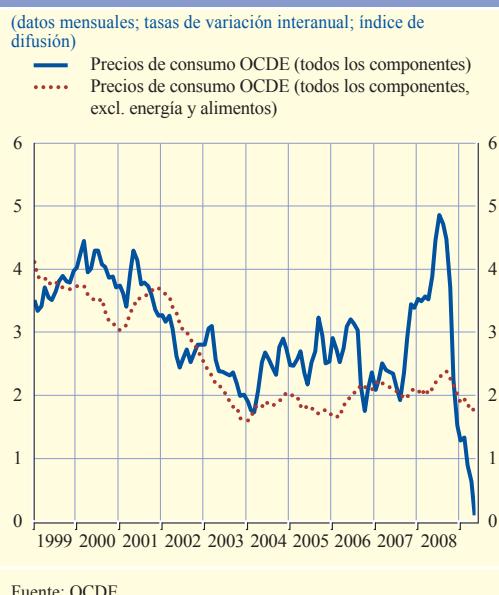
Aunque los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración del ritmo de contracción de la economía mundial, no existe hasta ahora evidencia concreta del inicio de una firme recuperación. En mayo, el Índice general de directores de compras (PMI en sus siglas en inglés) registró el valor más alto observado desde el pasado mes de septiembre, lo que indica una notable reducción de las tasas de contracción. Sin embargo, este indicador se mantiene por debajo del umbral que separa la expansión de la contracción, de lo que se deduce que las empresas siguen reduciendo hasta cierto punto su actividad. En el sector manufacturero, se observaron algunas señales de estabilización de la producción en junio.

Las tasas de inflación mundiales se han ido reduciendo rápidamente en los últimos meses, debido a un aumento de la capacidad excedente de producción (como resultado de la desaceleración de la actividad económica mundial) y a los negativos efectos de base de las subidas de los precios de las materias primas durante el pasado año. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por el IPC, se situó en el 0,1% para el año transcurrido hasta mayo del 2009, frente al 0,6% observado en el mes anterior (véase gráfico 1). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC fue del 1,7% en abril, cifra ligeramente inferior a la del mes precedente. Como indica el Índice general de precios de los consumos intermedios para todos los sectores, los costes se redujeron aún más en mayo. En junio, los indicadores de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero señalan un descenso más lento de los costes.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica siguió siendo moderada. Según las últimas estimaciones, el PIB real experimentó una contracción del 5,5%, en tasa anualizada, en el primer trimestre del 2009, tras el 6,3% registrado en el trimestre anterior. Las exportaciones y las existencias, así como la inversión privada en capital fijo, continuaron siendo un lastre para la economía en el primer trimestre del 2009, que sólo se compensó, en parte, con un descenso de las importaciones y la relativa solidez del gasto en consumo. Aunque se mantiene la debilidad de los indicadores financieros y económicos, los indicadores correspondientes al sector manufacturero y al mercado inmobiliario, así como la confianza de los consumidores y los niveles de

Gráfico I Evolución de los precios internacionales



gasto en consumo apuntan a una ralentización del ritmo de deterioro. El incremento del gasto público seguirá respaldando la demanda, compensando en parte la persistente debilidad de la inversión empresarial y de las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se redujo notablemente, cayendo hasta el $-1,3\%$ en el año transcurrido hasta mayo del 2009, desde el $-0,7\%$ observado en abril. El descenso tuvo su origen en efectos de base asociados a los precios de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el $1,8\%$ en mayo, desde el $1,9\%$ de abril. De cara al futuro, los efectos de base harán que la inflación general siga registrando cifras negativas en los próximos meses; posteriormente, la capacidad productiva sin utilizar debería limitar la presión alcista sobre los precios.

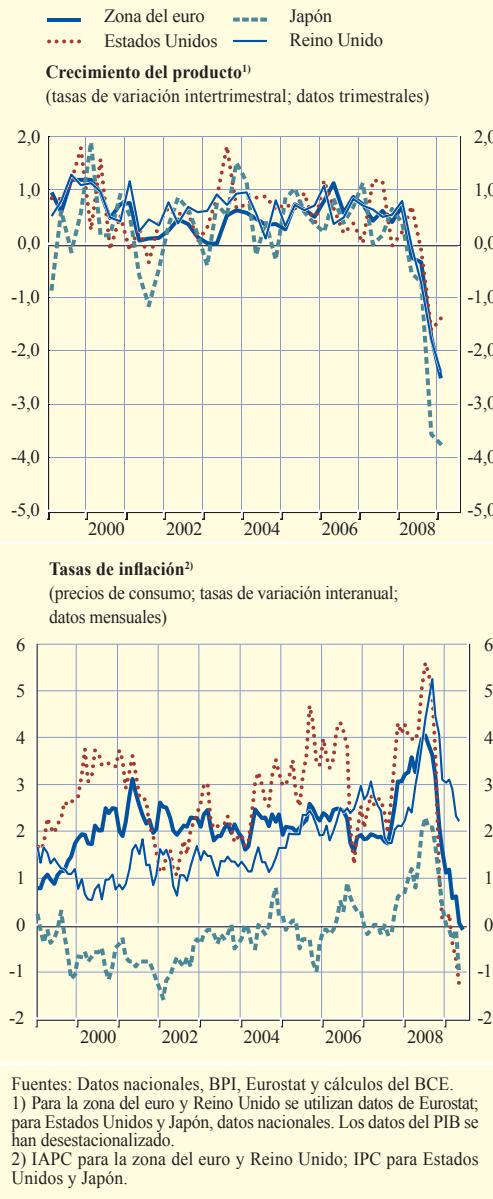
El 24 de junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al $0,25\%$, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. Dado que el Comité espera que la inflación siga siendo moderada durante algún tiempo, según se indicó en el comunicado emitido tras la reunión, la Reserva Federal continúa aplicando medidas no convencionales en un esfuerzo por respaldar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía.

JAPÓN

Según los datos revisados de la Oficina Económica del Gobierno de Japón, el crecimiento del PIB real se redujo un $3,8\%$ (en tasa intertrimestral) en comparación con las primeras cifras provisionales que lo situaban en $-4,0\%$. Aún así, ésta es la mayor contracción de la que existe constancia y marca el cuarto trimestre consecutivo de crecimiento intertrimestral negativo. Los tímidos resultados obtenidos en el primer trimestre se deben a la pronunciada caída, en tasa intertrimestral, de las exportaciones (-26%), la inversión privada ($-8,9\%$), la inversión residencial ($-5,5\%$) y el consumo ($-1,1\%$). Por lo que respecta a la evolución del comercio, las exportaciones y las importaciones siguieron contrayéndose. En conjunto, Japón registró un superávit comercial en mayo del 2009, si bien, en cifras interanuales, se registró un descenso del $12,1\%$.

La inflación interanual, medida por el IPC, registró una brusca caída, hasta el $-1,1\%$, en mayo del 2009, frente al $-0,1\%$ de abril, como consecuencia de efectos de base asociados a los costes de la energía y al

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

aumento de la capacidad productiva sin utilizar. La inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, también se redujo en mayo, hasta el –0,5%, en tasa anualizada, desde el –0,4% registrado en abril.

El 16 de junio, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, los datos recientes sugieren un nuevo descenso del PIB real y una moderación de la inflación. En el primer trimestre del 2009, el PIB real se redujo un 2,4%, en tasa intertrimestral, cifra inferior a la estimación anterior del –1,9%. El descenso fue generalizado, afectando a los distintos componentes del gasto. De cara al futuro, se prevén nuevas contracciones del PIB real, en la medida en que la caída del empleo, la reducción de la riqueza inmobiliaria y financiera y las restrictivas condiciones de concesión de créditos probablemente seguirán lastrando el gasto en consumo en el corto plazo. Tras un ligero incremento a principios del 2009, posiblemente como consecuencia de una transmisión, mayor de lo esperado, de la depreciación del tipo de cambio a los precios de consumo, la inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo de nuevo, hasta el 2,2%, en mayo, desde el 2,3% de abril. Al mismo tiempo, el Índice de precios al por menor, que incluye también los bienes inmobiliarios con una fuerte ponderación, se redujo un 1,1% (en tasa interanual), tras el descenso del –1,2% observado en abril. Los precios de la vivienda se han ido reduciendo desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007 y, en mayo del 2009, la tasa de variación interanual del Índice Halifax de precios de la vivienda fue del –16,3%. No obstante, el ritmo de desaceleración parece haberse moderado (de hecho, en cifras intermensuales, el Índice Halifax registró un aumento del 2,6% en mayo). De cara al futuro, se prevé que la inflación descienda de nuevo y se sitúe por debajo del objetivo del 2% establecido por el Banco de Inglaterra.

Entre el 5 de marzo y el 11 de junio de 2009, el Banco de Inglaterra compró activos por importe de 86 mm de libras esterlinas, compuestos, principalmente, por deuda pública. El 4 de junio de 2009, el Comité de Política Monetaria anunció su decisión de mantener el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el 0,5% y seguir aplicando durante otros dos meses, la política de relajación cuantitativa que contempla la posibilidad de realizar compras adicionales para elevar la escala de su programa de compras de activos hasta un total de 125 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la debilidad de la actividad económica en los últimos trimestres ha venido acompañada de un descenso de la inflación. En Suecia, el PIB real se contrajo un 0,9% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009, en un contexto de debilidad de la demanda externa, condiciones financieras más restrictivas y caída del consumo privado. Estos factores también están moderando la actividad económica en Dinamarca, en donde se registró una contracción del producto del 1,1% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009. Los indicadores de corto plazo (es decir, el pronunciado aumento de las ventas forzosas de propiedades inmobiliarias y el número de quiebras registradas en mayo) apuntan a una persistente atonía de la actividad económica en Dinamarca. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido en ambos países. En mayo bajó hasta el 1,7% en Suecia y se mantuvo estable en el 1,1% en Dinamarca. El 4 de junio de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,55%.

Por lo que respecta a los Estados miembros más grandes de la UE de Europa central y oriental, en Hungría, el PIB real se contrajo un 2,5% (en tasa intertrimestral) en el primer trimestre del 2009. El PIB real

también se redujo en la República Checa y Rumanía, en un 3,4% y un 2,6%, respectivamente, en tasa intertrimestral. La actividad económica ha resistido mejor en Polonia, en donde el crecimiento intertrimestral seguía siendo positivo (0,4%) en el primer trimestre del 2009, debido al hecho de que la demanda interna continuó experimentando un sólido crecimiento en comparación con otros países de la región. Los indicadores de corto plazo sugieren que la actividad económica seguirá siendo débil en estos países. En mayo del 2009, las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, se redujeron en la República Checa, Polonia y Rumanía, hasta el 0,9%, el 4,2% y el 5,9%, respectivamente. En Hungría, por el contrario, la inflación interanual se elevó hasta el 3,8% en mayo del 2009, como consecuencia, principalmente, del efecto retardado de la depreciación de la moneda. El 24 de junio de 2009, el Narodowy Bank Polski decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,5%. El 30 de junio de 2009, la Banca Națională a României, con una medida similar, redujo su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 9%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

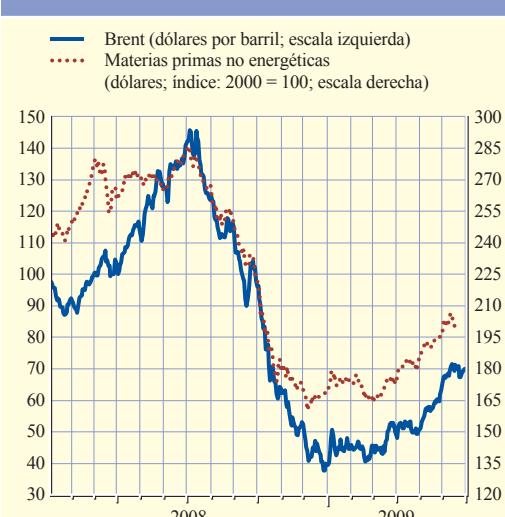
Según los indicadores mensuales más recientes, el ritmo de desaceleración de la actividad económica se redujo considerablemente en la mayoría de las economías emergentes de Asia en el segundo trimestre del 2009. Concretamente, los datos más recientes sobre comercio exterior indican que se han producido variaciones intermensuales positivas en varios países, lo que sugiere que la caída del comercio que ha afectado a la región de forma tan severa podría estar llegando a su fin. Aunque los efectos negativos retardados de la crisis mundial, como el aumento del desempleo, están frenando la demanda interna privada, se observan claros indicios de que la recuperación ya está en marcha en las economías más grandes. La inflación medida por los precios de consumo ha seguido reduciéndose e incluso ha registrado cifras negativas en algunos países.

En China, los indicadores mensuales muestran que el crecimiento económico fue relativamente sólido en el segundo trimestre del 2009. Aunque el crecimiento todavía depende en gran medida de los estímulos fiscales, principalmente a través de la inversión pública, los datos disponibles sugieren que también el crecimiento del consumo privado ha dado muestras de una capacidad de resistencia sorprendente. Las perspectivas del mercado inmobiliario parecen haber comenzado a mejorar ligeramente y la inversión está creciendo de nuevo en este sector. La inflación, medida por el IPC, siguió siendo negativa en mayo, con una tasa interanual del -1,4%, frente al -1,5% registrado en abril. La política monetaria acomodaticia y el estímulo fiscal se han reflejado en un crecimiento muy rápido del crédito. A finales de mayo, el saldo de los préstamos pendientes de reembolso era un 30% mayor que un año antes.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, el ritmo de la actividad económica siguió siendo moderado en el primer trimestre del 2009, al tiempo que las presiones inflacionistas perdían intensidad, aunque sólo de forma gradual. En Brasil, el PIB real se contrajo 1,6% en tasa interanual en el primer trimestre del 2009. La contracción más pronunciada se produjo en las exportaciones y la inversión. En mayo, la inflación interanual se situó en el 5,4%. El 11 de junio, el Banco Central

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWI.

do Brasil redujo su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 9,25%. En Argentina, el PIB real registró una expansión del 2,6%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. La inflación medida por los precios de consumo se redujo ligeramente, hasta el 5,5%, en mayo. En México, la producción industrial cayó un 9,2% en comparación con los niveles de hace un año, mientras que la inflación interanual descendió hasta el 6,0% en mayo, en comparación con el 6,2% de abril. El 19 de junio, el Banco de México, rebajó su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 4,75%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

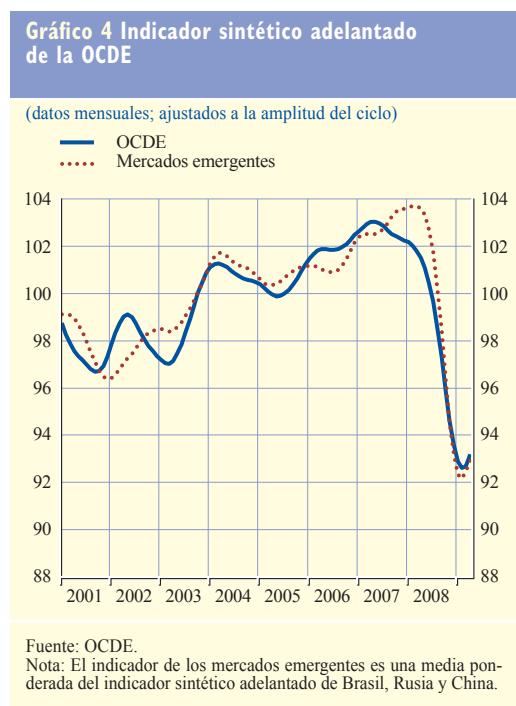
Durante el segundo trimestre del 2009, los precios del petróleo se situaron inicialmente en torno a unos 50 dólares estadounidenses en un clima de menor volatilidad, pero registraron una sólida recuperación a partir de mayo. El 1 de julio, los precios del Brent ascendían a 70,1 dólares estadounidenses el barril, un 77% por encima del nivel de comienzos del 2009 (en euros, la subida fue de alrededor del 75%). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más elevados a medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 79 dólares estadounidenses el barril.

Recientemente, los precios del petróleo se han visto favorecidos por unas perspectivas menos pesimistas de los mercados respecto al entorno macroeconómico mundial. Considerando las variables fundamentales, los países de la OPEP mostraron realmente un grado inusitado de cumplimiento de los recortes acordados (83% en marzo) y la producción mundial de petróleo se ha reducido de forma masiva en los últimos meses, hasta un total de alrededor de 3,36 millones de barriles diarios menos que hace un año. Por lo que respecta a la demanda, las Agencia Internacional de la Energía ha seguido revisando a la baja sus proyecciones para el 2009, ante la expectativa de que la producción diaria sea de 4,4 millones de barriles menos que hace un año.

Los precios de las materias primas no energéticas se han incrementado, en general, en los últimos meses. Los precios de los metales aumentaron en junio tras haberse mantenido relativamente estables en los dos meses anteriores. También se han incrementado los precios de las materias primas agrícolas, impulsados, en particular, por los precios de la soja, a los que han afectado el clima de inquietud social en América Latina y los efectos de las condiciones meteorológicas en India. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a mediados de junio, aproximadamente un 18% por encima del nivel observado a principios del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Tras una caída sin precedentes a comienzos del año, últimamente se han observado algunos indicios de estabilización del comercio mundial, aunque en niveles bajos. De cara al futuro, las perspectivas de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro siguen siendo limitadas. Los indicadores sinté-



ticos adelantados de la OCDE correspondientes a abril del 2009 apuntan a un ritmo más lento de deterioro en la mayoría de las economías que integran esta Organización. Sin embargo, todavía es demasiado pronto para interpretar estos indicios como una señal de que se divisa un punto de inflexión duradero. Varios de los países no pertenecientes a la OCDE, se enfrentan todavía a una contracción económica, con las notables excepciones de China e India.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, los riesgos para la actividad mundial están equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. De otra parte, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable y, por último, una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos de mayo confirman que la evolución tanto de M3 como de los préstamos está experimentando una desaceleración, lo que apunta a un descenso en el ritmo de expansión monetaria. El flujo de préstamos al sector privado no financiero siguió siendo moderado, pero, a diferencia de meses anteriores, ligeramente positivo, una vez corregidos los datos por los efectos de las titulizaciones. La contención del crédito a las sociedades no financieras y a los hogares refleja, en gran medida, el acusado deterioro de la actividad económica y la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda. Las IFM continuaron ajustando sus balances mediante la reducción de sus tenencias de activos exteriores y de activos frente a otras IFM.

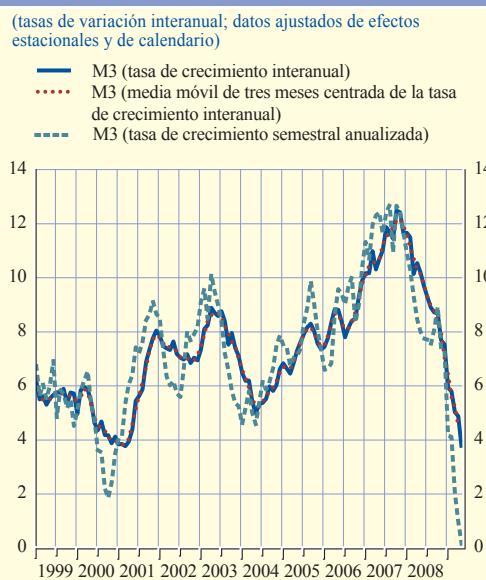
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La evolución monetaria continuó desacelerándose en mayo, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a descender sustancialmente hasta el 3,7%, desde el 4,9% de abril (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual pasó a ser negativa de nuevo, situándose en el -0,5% en mayo, frente al 0,8% de abril y al -0,4% de marzo. La volatilidad de la dinámica a corto plazo confirma que el ritmo de expansión monetaria es considerablemente más lento que en el período anterior a la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también siguió disminuyendo. Aunque el flujo mensual pasó a ser positivo en mayo, ello se debió, fundamentalmente, a la excepcional evolución de los préstamos otorgados a los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF), mientras que el flujo mensual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares continuó siendo moderado. La contención del crédito que se ha registrado en los últimos meses refleja, en gran medida, el acusado deterioro de la actividad económica, la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda y el hecho de que subsiste un alto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Estos factores también influyen en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios.

Los datos de mayo confirman la situación observada en meses anteriores en lo que respecta al desapalancamiento y a la financiación de las entidades de crédito, ya que las IFM continuaron reduciendo los activos exteriores y los activos frente a otras IFM. La emisión neta de valores distintos de acciones por parte de este sector fue positiva en mayo, y, aunque los principales compradores fueron, una vez más, las propias IFM, los residentes en la zona del euro también adquirieron un volumen moderado de estos valores, tras haberse abstenido de realizar este tipo de adquisiciones durante un par de meses.

Gráfico 5 Crecimiento de M3



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El significativo descenso observado en mayo en la tasa de crecimiento interanual de M3 fue generalizado en sus principales componentes: M1 (esto es, efectivo en circulación y depósitos a la vista), depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2–M1), e instrumentos negociables (M3–M2).

La tasa de crecimiento interanual de M1, aunque mantuvo su vigor, se redujo hasta situarse en el 7,9% en mayo. Esta evolución puede ser, en cierta medida, una corrección natural del excepcional fortalecimiento observado en abril (mes en que esta tasa se incrementó hasta el 8,4%, frente al 5,9% de marzo; véase cuadro 1). Más concretamente, la caída observada en mayo refleja la evolución de los depósitos a la vista, cuyo flujo mensual se tornó ligeramente negativo, tras registrar un flujo positivo extraordinariamente elevado en el mes precedente. El flujo mensual y la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación apenas se modificaron.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó de nuevo en mayo, hasta situarse en el 2%, frente al 3,4% de abril. La evolución de los subcomponentes de esta categoría de depósitos continuó siendo divergente: aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, los depósitos de ahorro a corto plazo) registró un nuevo incremento en mayo, éste se vio compensado con creces por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, los depósitos a corto plazo), que pasó a ser negativa por primera vez desde finales del 2004.

En los últimos meses, la evolución de los depósitos a corto plazo ha estado determinada, en gran parte, por consideraciones relacionadas con su remuneración. En particular, los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM para el período transcurrido hasta abril indican que la remuneración de estos depósitos ha seguido disminuyendo en relación con la de los depósitos a la vista y los

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Abr	2009 May
M1	44,5	2,3	0,7	2,7	5,3	8,4	7,9
Efectivo en circulación	7,8	7,7	7,5	12,4	13,6	13,2	13,1
Depósitos a la vista	36,8	1,3	-0,6	0,8	3,7	7,4	6,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	41,8	19,6	19,1	15,8	9,2	3,4	2,0
Depósitos a plazo hasta dos años	24,0	40,5	37,6	29,0	12,8	0,3	-2,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	17,8	-2,1	-1,7	-0,5	4,5	8,0	9,3
M2	86,4	10,2	9,2	8,9	7,2	5,9	5,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,6	10,4	8,9	4,1	-0,7	-1,2	-3,5
M3	100,0	10,2	9,1	8,2	6,0	4,9	3,7
Crédito a residentes en la zona del euro	9,7	9,1	7,4	5,9	4,4	4,0	
Crédito a las Administraciones Públicas	-1,3	0,6	1,7	5,7	8,0	8,3	
Préstamos a las Administraciones Públicas	0,8	2,1	2,9	2,4	1,3	1,4	
Crédito al sector privado	12,0	10,9	8,6	6,0	3,7	3,1	
Préstamos al sector privado	10,5	9,1	7,4	4,6	2,3	1,8	
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones	11,5	10,1	8,5	6,1	3,9	3,4	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	4,4	3,3	1,2	1,8	2,3	2,6	

Fuente: BCE.

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

depósitos de ahorro a corto plazo. Esta evolución explica las salidas observadas en los depósitos a corto plazo y la relativa capacidad de resistencia de los flujos hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. Además, dado que la remuneración de los activos monetarios ha vuelto a descender con respecto a la de los activos a más largo plazo, es posible que esta dinámica propicie desplazamientos desde el dinero hacia otros activos financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables fue más negativa en mayo (mes en que se situó en el $-3,5\%$, frente al $-1,2\%$ de abril), como consecuencia de las significativas salidas mensuales registradas. En cuanto a los subcomponentes de estos instrumentos, las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario y de las cesiones temporales descendieron de nuevo, pero siguieron siendo positivas. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, los valores distintos de acciones hasta dos años) en poder de los sectores tenedores de dinero se tornó más negativa, y se situó en el $-26,5\%$ en mayo. El descenso observado en las tenencias de estos valores en poder del citado sector quedó compensado, en gran parte, con el aumento de las tenencias de los no residentes.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, volvió a disminuir en mayo, y se situó en el $4,4\%$, frente al $5,4\%$ de abril. Esta evolución fue relativamente generalizada en los distintos sectores. No obstante, oculta el hecho de que, a diferencia de las sociedades no financieras y de los intermediarios financieros, en mayo se registraron considerables entradas de depósitos de M3 del sector hogares, lo que es acorde con el proceso de reestructuración en la asignación de carteras que se está produciendo en respuesta a cambios en la remuneración de los activos monetarios. Los depósitos de M3 mantenidos por las sociedades no financieras continuaron descendiendo en mayo, en términos interanuales; evolución que está en línea con el patrón más general observado en los últimos meses, en los que las sociedades no financieras han utilizado sus reservas de liquidez en un contexto de reducción gradual de la producción y, posiblemente, de menor disponibilidad de financiación (véase el recuadro siguiente). Por último, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios volvió a retroceder en mayo.

Recuadro I

ALGUNAS CONSIDERACIONES RESPECTO A LOS FACTORES DETERMINANTES DE LAS TENENCIAS DE DEPÓSITOS DE M3 DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La disminución del ritmo de crecimiento interanual de M3 observada en los últimos meses refleja, en gran medida, la evolución de las tenencias de M3 de las sociedades no financieras. Estas tenencias sólo representan alrededor de un 20% del saldo de M3, pero pueden a veces contribuir de forma significativa a configurar la evolución del agregado monetario amplio, debido a que las sociedades no financieras suelen gestionar más activamente sus recursos líquidos. Ello puede ser particularmente relevante en el contexto de turbulencias financieras y de grave recesión económica, en el que el ciclo de tipos de interés experimenta variaciones considerables. En el presente recuadro se analizan los posibles factores determinantes de la evolución reciente de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras (es decir, los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales) desde una perspectiva macroeconómica¹.

1 Los depósitos de M3 no incluyen el efectivo en circulación, las participaciones en fondos del mercado monetario o los valores distintos de acciones hasta dos años, que se incluyen, sin embargo, en las tenencias de M3. Los depósitos de M3 en poder de las sociedades no financieras representan el 80% de sus tenencias de M3. En todo caso, las dos series muestran patrones muy similares en términos de tasas de crecimiento interanual.

Las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras desde una perspectiva a más largo plazo

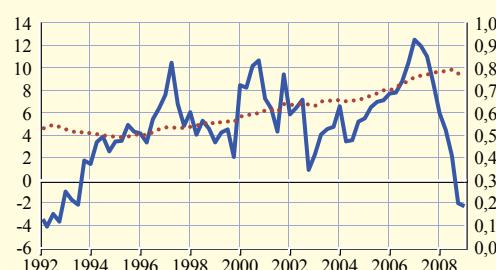
Desde febrero, las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras han venido registrando una tasa de crecimiento interanual negativa, que se situó en el $-1,6\%$ en mayo. Esta evolución es resultado de la contracción relativamente pronunciada de las tenencias de depósitos de estas sociedades observada desde el cuarto trimestre del 2008, y que había tenido un precedente en la fuerte recesión cíclica de principios de los noventa, cuando la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras se mantuvo en valores negativos en términos reales durante un largo período de tiempo (véase gráfico A). Para poner en perspectiva la evolución reciente, cabe destacar que el máximo alcanzado por las tenencias de depósitos de M3 a comienzos del 2007 representa asimismo el máximo del período para el cual se dispone de datos. Ello apuntaría a que las tenencias de depósitos superaron ligeramente las medidas del volumen de operaciones o de la rentabilidad del sector (como muestra, por ejemplo, la ratio entre depósitos de M3 y excedente bruto de explotación reflejada en el gráfico A), lo que podría haber requerido, a su vez, una corrección en forma de reducción de estos activos. Para comprender mejor esta evolución será útil analizar los motivos por los que las sociedades no financieras desean mantener activos líquidos².

2 Para una descripción más detallada de los factores determinantes de los saldos monetarios por sectores desde una perspectiva a más largo plazo, véase el artículo titulado «Saldos monetarios por sectores: Factores determinantes y evolución reciente», en el Boletín Mensual de agosto del 2006. Asimismo, para un análisis del comportamiento de las sociedades no financieras, en términos de inversión y financiación, hasta el cuarto trimestre del 2008, véase el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro hasta el cuarto trimestre del 2008», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Gráfico A Depósitos reales de M3 y excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentaje; sin desestacionalizar ni ajustar de efectos de calendario)

- Depósitos reales de M3 (escala izquierda)
- Ratio entre depósitos de M3 y excedente bruto de explotación (escala derecha)

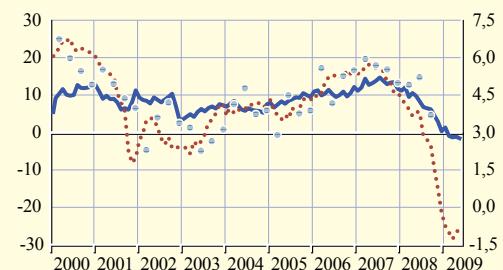


Fuentes: BCE, estimaciones del BCE y Eurostat.
Notas: Los depósitos reales de M3 se han deflactado utilizando la tasa de inflación medida por el IAPC. El excedente bruto de explotación utilizado para el cálculo de la ratio es una suma móvil de cuatro trimestres. El excedente bruto de explotación se basa en las cuentas integradas de la zona del euro a partir del primer trimestre de 1999 y en estimaciones del BCE para el período anterior.

Gráfico B Depósitos de M3 de las sociedades no financieras y actividad económica

(tasas de variación interanual; saldos netos; sin desestacionalizar ni ajustar de efectos de calendario)

- Depósitos de M3 de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Indicador sintético de confianza de la industria y de los servicios (escala izquierda)
- Valor añadido bruto de la industria y de los servicios (escala derecha)



Fuentes: BCE, cálculos del BCE, Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: El indicador sintético de confianza se calcula como la media ponderada de los indicadores de confianza de la industria y de los servicios, utilizando como ponderaciones el valor añadido bruto de los respectivos subsectores. El valor añadido bruto de la industria y de los servicios no incluye la categoría de Administración pública, educación, sanidad y otros servicios, que refleja principalmente las actividades del sector público.

La actividad económica como factor determinante de la configuración de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras

En primer lugar, las sociedades no financieras necesitan disponer de activos líquidos para realizar operaciones. En particular, precisan mantener reservas de liquidez suficientes para hacer frente a eventuales faltas de sincronización entre los pagos de los factores de producción y los ingresos procedentes de las ventas de bienes y servicios. Así pues, el crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras aumenta o disminuye en línea con la actividad económica, observación confirmada por el alto grado de correlación entre el crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 y el crecimiento del valor añadido bruto de la industria y los servicios, por una parte, y un indicador sintético de confianza para estos dos sectores, por otra (véase gráfico B). A este respecto, el rápido deterioro de la actividad real y esperada al final del 2008 concuerda con el ajuste de las reservas de liquidez de las sociedades no financieras.

Otros factores determinantes del comportamiento de las sociedades no financieras respecto al mantenimiento de depósitos de M3

En segundo lugar, las sociedades no financieras suelen gestionar activamente sus activos y pasivos financieros. Las decisiones relativas a la asignación y reasignación de carteras vienen determinadas, en gran medida, por los costes de oportunidad de mantener activos muy líquidos en relación con los beneficios que se derivarían de aprovechar oportunidades alternativas de inversiones financieras posiblemente más rentables, o con el ahorro que las empresas obtendrían mediante el reembolso de su deuda y/o la recompra de sus propias acciones. Al mismo tiempo, estos costes de oportunidad se ponderan frente a los costes de las oportunidades de inversión o de producción que no se pueden realizar debido a la falta de fondos inmediatamente disponibles.

La evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las IFM sugiere que el coste de oportunidad ha influido en la configuración de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras. En particular, el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos observado desde octubre del 2008 ha incrementado el coste de oportunidad de mantener depósitos de M3 en relación con activos financieros a más largo plazo, como muestra el fuerte aumento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y el rendimiento de la deuda pública a diez años (véase gráfico C). Además, en los últimos meses los tipos de interés de los depósitos a corto plazo³ han reaccionado más rápidamente que los tipos de interés de los préstamos a corto plazo de las IFM ante el descenso de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, con lo que se ha ampliado el diferencial entre ambos. En consecuencia, algunas sociedades no financieras, que habían decidido utilizar parte de los fondos que habían tomado prestados para adquirir activos monetarios que sirvieron como reservas de liquidez⁴, reaccionaron ante la nueva configuración de los tipos de interés utilizando estas reservas de liquidez para reducir los préstamos recibidos de las IFM. De hecho, esta interpretación es compatible con la reducción de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras observada en los últimos meses, principalmente en los plazos más cortos, como los préstamos de las IFM con un plazo inicial de hasta un año (véase gráfico D).

Mientras que estas consideraciones sugieren que la utilización de reservas de liquidez es resultado de una decisión voluntaria, la evolución reciente de las tenencias de depósitos de M3 de las socie-

3 Aplicable a los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta un año y hasta dos años.

4 Equivalente a utilizar una línea de crédito como reserva para hacer frente a perturbaciones de liquidez y para la que las empresas pagan una tarifa.

Gráfico C Coste de oportunidad de mantener depósitos a corto plazo para las sociedades no financieras

(en porcentaje)



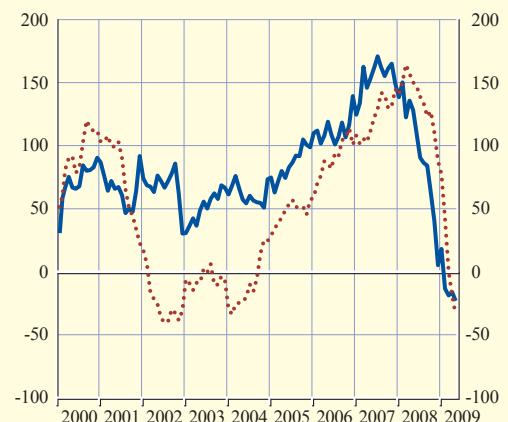
Fuente: BCE.

Notas: «Préstamos a corto plazo de las IFM» se refiere a los préstamos a tipo de interés variable o tipo de interés fijo hasta un año. «Depósitos a corto plazo» se refiere a los depósitos a plazo hasta un año.

Gráfico D Depósitos de M3 de las sociedades no financieras y préstamos a corto plazo de las IFM

(flujos anuales; mm de euros; sin desestacionalizar ni ajustar de efectos de calendario)

Depósitos de M3 de las sociedades no financieras
Préstamos a corto plazo de las IFM a las sociedades no financieras



Fuente: BCE.

Nota: «Préstamos a corto plazo de las IFM» se refiere a los préstamos con un plazo inicial de hasta un año.

dades no financieras puede reflejar, en cierta medida, una respuesta necesaria a las actuales condiciones de financiación. En concreto, algunas empresas han encontrado cada vez más difícil obtener financiación a través del sistema bancario, y otras han visto cómo su acceso a los mercados financieros se restringía. Además, la disminución de los beneficios de las empresas está limitando la financiación interna disponible. En este contexto, algunas empresas pueden haber precisado utilizar sus reservas de liquidez para hacer frente a sus necesidades de financiación, reduciendo así las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras.

En resumen, todas estas consideraciones son probablemente relevantes para explicar la evolución reciente de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras, aunque existirán posiblemente diferencias entre los distintos sectores y empresas. En conjunto, la disminución de los depósitos y préstamos a corto plazo de las sociedades no financieras se enmarca en la reducción más general de sus balances y está en línea con el impacto de la fuerte recesión cíclica.

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 siguió disminuyendo, y se situó en el 4% en mayo, frente al 4,4% de abril (véase cuadro 1), como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, que sólo quedó compensada, en parte, con el nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (que pasó del 8% registrado en abril al 8,3% de mayo). Los flujos de entrada observados en mayo en el crédito otorgado al sector público tuvieron su origen, principalmente, en el aumento de los flujos mensuales de adquisiciones de valores distintos de acciones por las IFM.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado experimentó un nuevo descenso en mayo, hasta situarse en el 3,1%, frente al 3,7% de abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, volvió a disminuir y se situó en el 1,8%, frente al 2,3% observado el mes anterior. Los flujos mensuales registrados en estos préstamos se tornaron positivos en mayo, pero esto se debió, en parte, a la excepcional evolución de los préstamos a otros intermediarios financieros, resultado de la financiación de una transferencia de valores a una entidad de propósito especial.

Tras un período, a finales del 2008, de numerosas operaciones de titulización fuera de balance, en el que entidades de crédito originadoras vendieron préstamos, al tiempo que adquirieron los valores emitidos para ser utilizados como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, este tipo de actividad se ha moderado en los últimos meses. Esto podría deberse a la disminución de la demanda de liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito en el período transcurrido hasta finales de mayo, que ha sido sustituida por la demanda de otros tipos de activos líquidos, como la deuda pública o los bonos bancarios avalados por el Gobierno. Aunque el efecto distorsionador de la eliminación de préstamos del balance sobre los préstamos al sector privado en un contexto de titulizaciones, se redujo en mayo, en términos intermensuales, aún prevalece en las tasas de crecimiento interanual (situándose en mayo la diferencia entre la serie anual corregida y sin corregir en 1,6 puntos porcentuales, prácticamente sin variaciones con respecto a los cuatro meses precedentes).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir de forma significativa, hasta situarse en el 4,5% en mayo, frente al 5,3% de abril (véase cuadro 2), como consecuencia de las nuevas salidas registradas en mayo. Este flujo negativo fue resultado de las salidas en los préstamos hasta cinco años, mientras que continuaron produciéndose entradas en los préstamos a plazos más largos. Esa evolución apunta a una caída de la financiación a corto plazo, que podría reflejar la debilidad de la actividad económica y un mayor recurso a las reservas de liquidez disponibles, pero también el hecho de que algunas empresas están teniendo mayores dificultades para acceder a la financiación bancaria.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Abr	2009 May
Sociedades no financieras	44,7	14,5	12,8	11,3	8,2	5,3	4,4
Hasta un año	27,4	12,9	11,0	9,0	4,2	-1,3	-2,3
De uno a cinco años	20,2	20,9	18,6	16,0	12,4	10,0	9,1
Más de cinco años	52,4	13,0	11,8	10,8	8,9	7,2	6,5
Hogares²⁾	45,3	4,9	3,9	2,8	0,9	0,0	-0,2
Crédito al consumo ³⁾	13,0	5,2	4,4	3,2	1,3	-0,4	-0,6
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,2	5,5	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,5
Otras finalidades	15,8	2,2	2,6	2,2	1,7	1,6	1,8
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-0,2	-6,6	-6,5	-5,8	-2,0	-3,0
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,1	25,2	22,3	14,5	7,6	0,6	-0,1

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares pasó a ser negativa en mayo, y se situó en el $-0,2\%$, frente al 0% de abril. El flujo mensual fue ligeramente positivo. Como las operaciones de titulización están relacionadas, principalmente, con préstamos hipotecarios, parece que los flujos mensuales de préstamos a los hogares podrían haber sobreestimado la caída de la financiación de este sector. No obstante, el crédito a los hogares ha seguido moderándose en los últimos meses. En gran medida, la débil evolución del crédito se debe al acusado deterioro de la actividad económica, a la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda y al hecho de que subsiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) fue del $2,5\%$ en mayo, frente al $2,3\%$ de abril. Si se consideran sus subcomponentes, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo a más de dos años aumentó de nuevo, hasta situarse en el $5,6\%$, frente al $5,4\%$ de abril, y la de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses hasta el $7,7\%$, desde el $5,1\%$ del mes precedente. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM se elevó en mayo, como consecuencia de las cuantiosas adquisiciones por parte de los sectores tenedores de dinero, tras dos meses de salidas. Por tanto, las entidades de crédito pudieron de nuevo obtener financiación a largo plazo de entidades no bancarias utilizando este instrumento. Al mismo tiempo, la emisión neta de este tipo de valores a largo plazo por parte de las entidades de crédito fue considerablemente superior a las compras de los sectores tenedores de dinero (las propias IFM volvieron a incrementar sus tenencias de estos instrumentos).

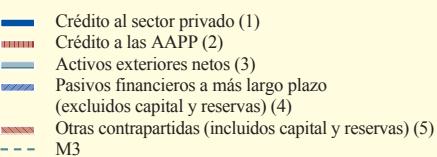
La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas aumentó hasta el $12,3\%$ en mayo, desde el $10,4\%$ de abril, reflejando los elevados flujos de entrada en estos instrumentos observados ese mes.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM, en mayo se registraron elevados flujos de salida en ambos lados del balance. En el activo, las considerables salidas des de préstamos otorgados a no residentes siguieron siendo un elemento importante en el proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, los depósitos recibidos del resto del mundo se redujeron de forma más acusada que los activos. En consecuencia, la posición acreedora neta frente al exterior, que es la contrapartida de M3, registró entradas mensuales por importe de 55 mm de euros. En los doce meses transcurridos hasta mayo, se produjeron entradas por importe de 78 mm de euros en la citada posición, tras unas salidas de 26 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril (véase gráfico 6).

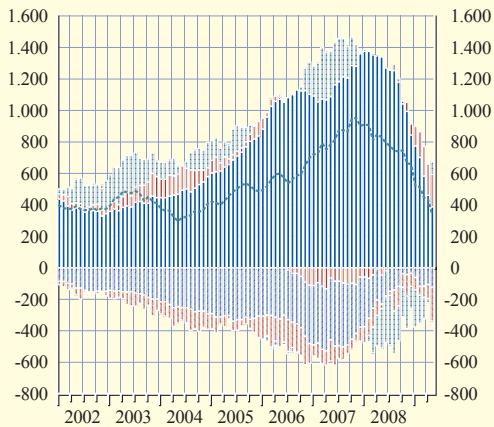
En resumen, los datos de mayo confirman la desaceleración de la evolución tanto de M3 como de los préstamos, lo que es indicativo de una caída de la tasa de crecimiento monetario subyacente. El flujo de préstamos al sector privado siguió siendo

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



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



Fuente: BCE.

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

moderado, pero, en contraste con los meses anteriores, ligeramente positivo tras corregir los datos por los efectos de la titulización. Es probable que la contención del crédito se deba, en gran medida, al acusado deterioro de la actividad económica, a la moderación observada en la dinámica de los precios de la vivienda y al hecho de que subsiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Las IFM continuaron reduciendo el tamaño de sus balances mediante la venta de activos exteriores y, en menor medida, de activos frente a otras IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

Los emisores continuaron beneficiándose de la disminución de los costes de financiación mediante deuda en los primeros meses del 2009. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en niveles muy elevados en abril del 2009. Las emisiones de las sociedades no financieras y del sector público fueron las que más contribuyeron al incremento de las tasas de crecimiento interanual. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas siguió aumentando con moderación.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se estabilizó en un nivel elevado en abril del 2009, alcanzando el 12,1%, frente al 12% de marzo (véase cuadro 3). En comparación con marzo del 2009, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo aumentó 4 puntos porcentuales en abril, hasta situarse en el 27,9%. En cambio, en ese período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo se redujo 0,4 puntos porcentuales, y se situó en el 10,1%, en abril. La emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se divide en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. Tras un período de considerables emisiones netas de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable a finales del 2008, los participantes en el

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Abril	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Mar	2009 Abr
Valores distintos de acciones	13.798	6,9	7,3	7,8	10,7	12,0	12,1
IFM	5.419	7,8	8,2	6,4	5,7	5,9	6,4
Instituciones financieras no monetarias	2.033	21,5	23,3	23,8	29,6	31,1	30,6
Sociedades no financieras	728	5,9	4,1	5,0	7,7	8,9	9,9
Administraciones Públicas	5.617	2,2	2,4	5,6	10,2	12,1	12,5
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.267	2,3	2,4	5,8	10,5	12,4	12,6
Otras Administraciones Públicas	350	1,3	3,0	2,9	5,9	7,9	10,5
Acciones cotizadas:	3.435	0,9	0,6	0,8	1,2	1,5	1,7
IFM	414	1,5	2,8	4,9	7,2	8,0	8,2
Instituciones financieras no monetarias	249	2,4	2,6	2,6	3,2	3,3	3,4
Sociedades no financieras	2.772	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,5

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».

mercado han vuelto a favorecer la emisión de este tipo de valores a largo plazo, cuya tasa de crecimiento interanual ascendió ligeramente de nuevo, desde el 8,4% registrado en marzo, hasta el 8,5% de abril del 2009. Los valores a largo plazo a tipo de interés fijo representan el 67% del saldo de valores distintos de acciones a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores a largo plazo a tipo de interés variable descendió hasta el 14,9% en abril, desde el 16,6% de marzo del 2009.

Las tendencias a corto plazo pueden observarse mejor a partir de tasas de crecimiento semestrales anualizadas y desestacionalizadas. Estas tasas apuntan a una ligera moderación del intenso crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones, que fue del 15,4% en abril del 2009. La caída de 0,4 puntos porcentuales con respecto al mes anterior fue causada por la desaceleración de la emisión de este tipo de valores por parte del sector público (véase gráfico 7).

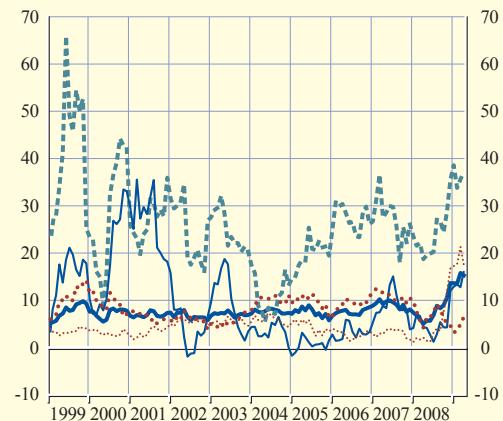
En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones de este sector aumentó desde el 8,9% de marzo hasta el 9,9% de abril. En ese mismo período, la tasa de crecimiento semestral anualizada de la emisión de este tipo de valores cayó desde el 12,8%, hasta el 16,2%, situándose en niveles registrados por última vez en el verano del 2003. La emisión neta de las sociedades no financieras siguió dominada por los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta el 19,9% en abril del 2009, en comparación con el -0,7% correspondiente a los valores a largo plazo a tipo de interés variable, y el -14,4% para los valores a corto plazo a tipo variable. Este fuerte ritmo de emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo puede reflejar efectos de sustitución de los préstamos bancarios por la financiación mediante deuda, en un contexto de disminución de los diferenciales de crédito desde principios de año y de restricciones a la financiación a través del sistema bancario, como se indicó, por ejemplo, en la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro. Los datos más recientes apuntan a un mayor recurso a la emisión de valores distintos de acciones de todas las categorías de calificación crediticia y de todos los sectores, principalmente de emisores con calificaciones crediticias de menor calidad, así como de sectores más cílicos.

Por lo que respecta al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo prácticamente invariable en el 6,4% en abril del 2009, tras el repunte observado los primeros meses del año como consecuencia de los avales públicos otorgados a la emisión de bonos bancarios. En abril se registró un cambio en la emisión neta de valores distintos de acciones, de largo plazo a corto plazo, en particular de los emitidos a tipo variable. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de este tipo de valores a corto plazo por parte de las IFM se elevó hasta el 19,4%, desde el 11,1% de marzo del 2009, en comparación con un incremento intermensual relativamente reducido (de 0,3 puntos porcentuales), hasta el 4,2%, en abril del 2009, en el caso de los valores distintos de acciones a largo plazo.

Gráfico 7 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas y desestacionalizadas)

— Total
··· Instituciones financieras monetarias
- - - Instituciones financieras no monetarias
— Sociedades no financieras
··· Administraciones Públicas



Fuente: BCE.

En cuanto a las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se moderó y se situó en el 30,6% en abril, frente al 31,1% de marzo del 2009. No obstante, este sector siguió siendo con diferencia el componente que está registrando el crecimiento más rápido en lo que respecta a la emisión total de valores distintos de acciones emitidos, y la tasa de crecimiento semestral anualizada continuó aumentando, reflejando un nivel elevado de titulizaciones retenidas. A diferencia de las IFM, la actividad emisora siguió centrándose en los valores a más largo plazo, en particular a tipo de interés variable.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas siguió siendo pronunciada y aumentó hasta el 12,5% en abril del 2009, muy por encima de la tasa media próxima al 4% registrada entre los años 1999 y 2008. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se moderó, hasta situarse en el 17,5% en abril, frente al 21,3% de marzo del 2009. En general, el elevado nivel de emisiones refleja las considerables necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro volvió a registrar un aumento moderado en abril del 2009, alcanzando el 1,7%, un nivel no observado desde el año 2001. Aunque todos los sectores contribuyeron a este incremento, las tasas de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las instituciones financieras monetarias y por las instituciones financieras no monetarias fueron particularmente elevadas, del 8,2% y el 3,4%, respectivamente, reflejando la utilización de los derechos de emisión por numerosas instituciones financieras de la zona del euro, con el fin de contribuir a sanear sus balances. Además, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó hasta el 0,5% en abril, tras seis meses de crecimiento negativo hasta febrero del 2009, impulsada por la evolución positiva de los mercados bursátiles en ese mes (véase gráfico 8).

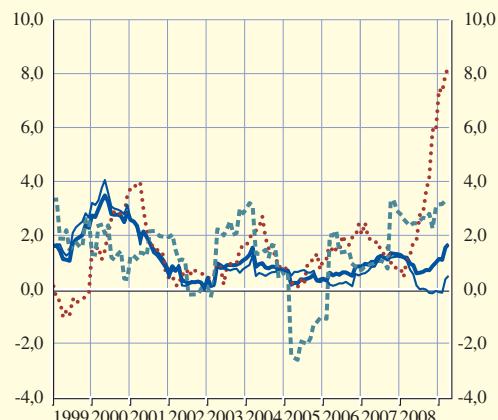
2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En general, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso en junio, mientras que la evolución de los tipos de interés del mercado monetario con garantías fue heterogénea. En consecuencia, la trayectoria de los diferenciales entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías también fue dispar, y el diferencial de los tipos de interés a tres meses aumentó ligeramente en junio. El Eurosystemo continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en junio, aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo.

Gráfico 8 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)

— Total
··· Instituciones financieras monetarias
- - - Instituciones financieras no monetarias
— Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

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

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías descendieron en junio. El 1 de julio, los tipos EURIBOR a uno, tres, seis y doce meses se situaban en el 0,74%, el 1,09%, el 1,30% y el 1,50%, respectivamente, esto es, 19, 18, 16 y 13 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de junio. Este descenso fue algo más pronunciado en el caso de los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó ligeramente, y se situó en 76 puntos básicos el 1 de julio, en comparación con los 69 puntos básicos del 1 de junio (véase gráfico 9).

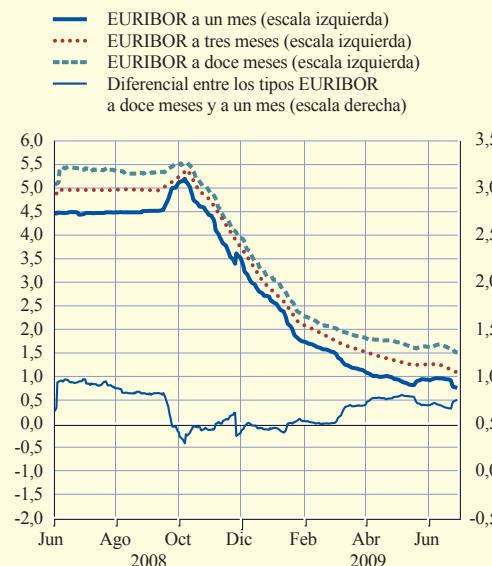
La evolución de los tipos *swap* del EONIA fue volátil durante ese período, especialmente para los plazos más cortos. A diferencia de los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, los tipos *swap* del EONIA aumentaron, en líneas generales, hasta mediados de junio, antes de descender y situarse en niveles relativamente reducidos hacia finales de mes. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA mostraron un comportamiento relativamente volátil en junio, con una evolución heterogénea en términos de los niveles registrados a finales de mes: los diferenciales de los tipos a más corto plazo eran superiores, en general, a los registrados a principios de junio, mientras que los diferenciales de los tipos a largo plazo eran ligeramente inferiores. En el caso de los tipos de interés a tres meses, este diferencial aumentó de 49 puntos básicos el 1 de junio a 51 puntos básicos el 1 de julio, un nivel todavía próximo al observado a principios de septiembre del 2008 (es decir, antes de que se intensificaran las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro).

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2009 y marzo del 2010 se redujeron ligeramente, y el 1 de julio se situaron en el 1,040%, el 1,165% y el 1,265%, respectivamente, 8, 6 y 6 puntos básicos por debajo de los niveles del 1 de junio. La evolución observada en los tipos de interés implícitos en los futuros del EURIBOR a tres meses apunta a que las expectativas relativas a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE hasta, al menos, el primer semestre del 2010, no se han modificado prácticamente.

El EONIA mostró una volatilidad muy elevada durante el período de mantenimiento que finalizó el 9 de junio, y ocasionalmente se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) del período comprendido entre el 22 y el 27 de mayo, antes de caer hasta niveles considerablemente por debajo del citado tipo en los últimos días del período (50 puntos básicos el 8 de junio; véase gráfico 10). Aunque se esperaba la decisión de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE que se adoptó el 4 de junio, la volatilidad del segmento a un día se mantuvo ligeramente alta en el siguiente período de mantenimiento de reservas, como consecuencia de la incertidumbre relativamente elevada existente en torno a la evolución de las condiciones de liquidez, particularmente antes de la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año a tipo de interés fijo con adjudicación plena realizada

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

el 24 de junio. Como consecuencia de la fuerte disminución de la liquidez registrada ese día tras la OFP semanal efectuada el día anterior, en la que las entidades de crédito redujeron sus pujas, el EONIA se incrementó hasta situarse 39 puntos básicos por encima del tipo aplicado en las OFP. En la OFPML a un año se adjudicó un volumen considerable de liquidez, lo que en gran parte se tradujo en un recurso muy notable a la facilidad de depósito. Esto hizo que el EONIA registrara un pronunciado descenso y se situara en niveles próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE. El 1 de julio, el EONIA se situó en el 0,34%, es decir 66 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación y sólo 9 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito.

Como consecuencia de la actual política de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades de contrapartida. Asimismo, se observó un cambio significativo en la estructura temporal de la liquidez debido a la OFPML a un año realizada el 24 de junio, como muestra el hecho de que el porcentaje que representaba la liquidez con vencimiento a una semana sobre la liquidez total se redujera hasta situarse por debajo del 15% después del 24 de junio, tras haber permanecido en torno al 50% antes de esa fecha.

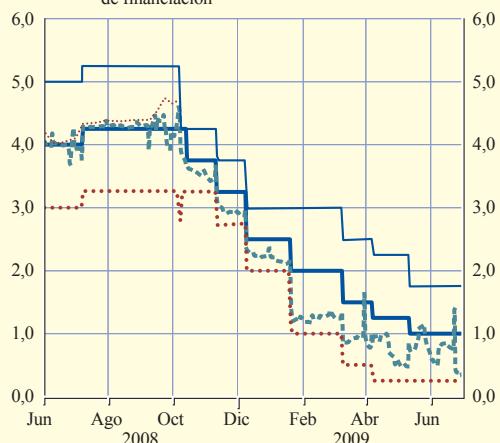
En las operaciones principales de financiación realizadas los días 2, 9, 16, 23 y 30 de junio, el BCE adjudicó 227,6 mm de euros, 302,1 mm de euros, 309,6 mm de euros, 167,9 mm de euros y 105,9 mm de euros, respectivamente. En general, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas y tomar en consideración los factores autónomos. Parte de esa liquidez se absorbió mediante el recurso a la facilidad de depósito que, en términos generales, fue más limitado que en períodos de mantenimiento recientes, al menos con anterioridad a la OFPML a un año. Entre el 10 y el 24 de junio, el recurso diario a la facilidad de depósito se situó, en promedio, en 11 mm de euros, mientras que la media diaria había sido de 22,3 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 9 de junio. No obstante, esta situación cambió completamente después del 24 de junio, ya que el recurso diario a la citada facilidad aumentó notablemente y alcanzó los 257,1 mm de euros el 1 de julio.

En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el Eurosistema realizó una operación de ajuste el 9 de junio (es decir, el último día del período de mantenimiento de reservas), en la que absorbió 57,9 mm de euros en una operación a tipo de interés variable con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,77%. En la operación de financiación a plazo más largo efectuada el 24 de junio (con adjudicación plena, un tipo de interés fijo del 1% y vencimiento a tres meses), el importe adjudicado ascendió a 6,4 mm de euros. En otras operaciones de financiación a plazo más largo con distintos vencimientos efectuadas los días 10 y 11 de junio a un tipo de interés fijo del 1%, el BCE

Gráfico 10 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)

- Tipo mínimo de puja/tipo fijo de las operaciones principales de financiación
- Tipo de depósito
- Tipo a un día (EONIA)
- Tipo marginal de crédito
- Tipo marginal de las operaciones principales de financiación



Fuentes: BCE y Reuters.

adjudicó un total de 90 mm de euros. Por último, el 24 de junio el BCE adjudicó 442,2 mm de euros en la primera de las tres OFPML a un año anunciadas en mayo.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Euroistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Euroistema, en operaciones con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 4, 18 y 25 de junio. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Euroistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En junio del 2009, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos el fuerte aumento observado inicialmente se invirtió, en parte, en la segunda mitad del mes. Las renovadas presiones a la baja sobre el rendimiento estuvieron asociadas a cierto empeoramiento del clima de los mercados en los mercados mundiales. El rendimiento real de la deuda pública a largo plazo y las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro disminuyeron también. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se mantuvo, en general, estable a ambos lados del Atlántico.

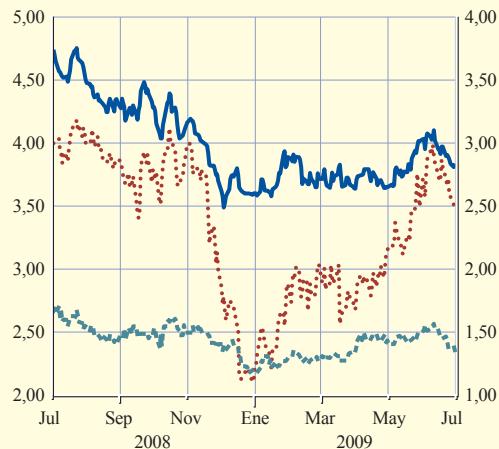
Entre finales de mayo y el 1 de julio, el rendimiento de la deuda pública disminuyó unos 20 puntos básicos en la zona del euro y aumentó unos 10 puntos básicos en Estados Unidos. El 1 de julio, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en torno al 3,8% en la zona del euro y al 3,6% en Estados Unidos (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a -25 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años descendió unos 15 puntos básicos, hasta situarse alrededor del 1,3%, al final del período considerado. En junio, la volatilidad de los mercados de renta fija se mantuvo en general estable a ambos lados del Atlántico, en niveles inferiores a los observados a finales del 2008 y principios del 2009, aunque todavía por encima de las medias registradas antes de la crisis.

En Estados Unidos, inicialmente el rendimiento de los bonos a largo plazo siguió creciendo a comienzos de junio, en torno a unos 50 puntos básicos, con respecto a los niveles de finales de mayo, hasta situarse el 10 de junio en el 4%, el nivel máximo alcanzado en siete meses. En la segunda mitad de junio, este aumento se invirtió parcialmente, y el rendimiento de los bonos cayó hasta el

Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en 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.

3,6% al final del período analizado. El acusado repunte del rendimiento observado a principios de junio pareció ser reflejo de una combinación de factores, entre los que cabe señalar la constante inversión de los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros y un mayor optimismo respecto a las perspectivas económicas, aunque también el fuerte aumento de las emisiones de bonos del Tesoro a largo plazo y la preocupación acerca de la sostenibilidad del crecimiento de la deuda pública. El posterior descenso del rendimiento de los bonos estadounidenses observado en la segunda mitad de junio parece estar relacionado con la publicación de datos económicos contradictorios y en parte más desfavorables de lo previsto respecto a las perspectivas económicas de Estados Unidos y del resto del mundo, lo que provocó nuevos desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, que se reflejaron también en las recientes fluctuaciones de los precios de las acciones.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo descendió en el período examinado, durante el cual experimentó, sin embargo, importantes oscilaciones. El rendimiento de la deuda pública a diez años se elevó inicialmente, hasta situarse en el 4,1% a comienzos de junio, y disminuyó posteriormente unos 30 puntos básicos al final del período considerado. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la mayor parte de los países de la zona del euro con respecto a los bonos alemanes se mantuvieron prácticamente sin cambios, en niveles todavía relativamente elevados, aunque muy inferiores a las cotas alcanzadas en los primeros meses del 2009. Sin embargo, los diferenciales de algunos países que no alcanzaban la calificación crediticia de «AAA» volvieron a ampliarse, lo que podría ser reflejo de una persistente y elevada aversión al riesgo en los mercados de renta fija y de los temores respecto a la sostenibilidad fiscal del crecimiento de la deuda pública (para un análisis de la evolución de los diferenciales de deuda pública dentro de la zona del euro y de sus contrapartidas estadounidenses desde una perspectiva a más largo plazo, véase el recuadro 2).

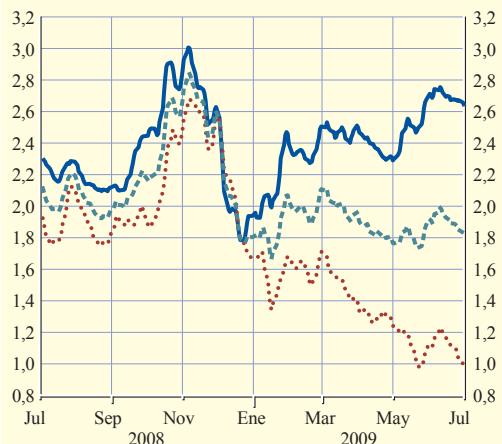
El rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó ligeramente en el transcurso del mes de junio. El rendimiento real a cinco y a diez años se redujo unos 10 puntos básicos, hasta situarse el 1 de julio en el 1% y el 1,8%, respectivamente (véase gráfico 12). El rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años descendió ligeramente, hasta el 2,6%, en relación con finales de mayo.

El mayor descenso del rendimiento nominal a largo plazo en comparación con el rendimiento real correspondiente se refleja en la reducción de las tasas de inflación implícitas a largo plazo. La tasa de inflación implícita *spot* a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta el 2,1%, el 1 de julio, mientras que la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años se mantuvo próxima al 1,8% observado a finales de mayo (véase gráfico 13). Así pues, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años cayó casi unos 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,4% el 1 de julio. Por el contrario, la tasa de inflación implícita *forward*

Gráfico 12 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

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

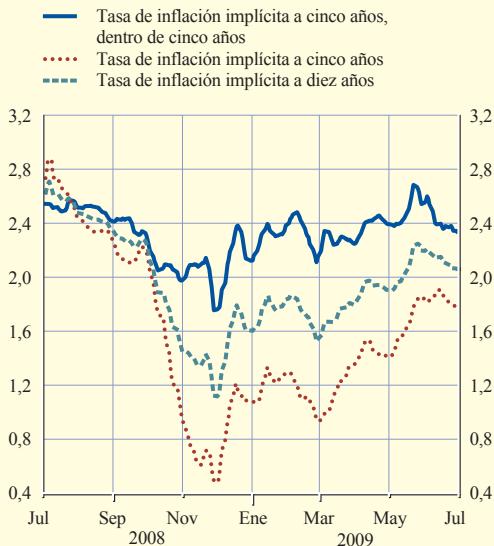
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años, dentro de cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico I3 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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

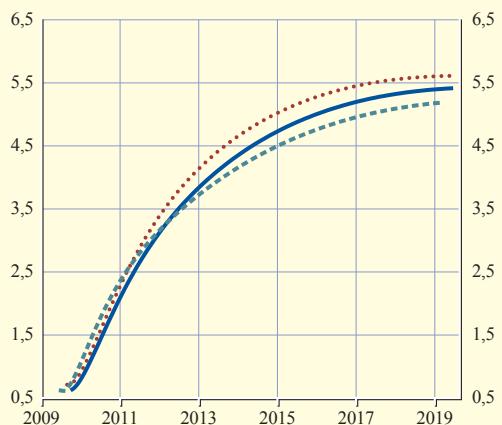


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico I4 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

1 de julio de 2009
29 de mayo de 2009
31 de marzo de 2009



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.

a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* iniciados con la inflación se elevó ligeramente, hasta el 2,6%. En consecuencia, la brecha entre los dos indicadores de expectativas de inflación a largo plazo se amplió, reflejo de diferencias en las primas de liquidez exigidas en los mercados de *swaps* iniciados con la inflación y en los mercados de renta fija, así como de desequilibrios en la oferta y la demanda.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). Entre finales de mayo y finales de junio se aplanó moderadamente la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro. Ello fue reflejo, principalmente, de la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés en los plazos más largos de la curva, lo que pareció ser consecuencia, en parte, de la reacción del mercado a la publicación de datos económicos peores de lo previsto. Los descensos observados en los plazos más largos de la curva han superado también la moderada reducción registrada en los plazos más cortos en respuesta a la primera operación de financiación a doce meses del Eurosistema realizada el 24 de junio.

En general, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose en junio para la mayor parte de las calificaciones crediticias, tanto en el sector financiero como en el no finan-

Recuadro 2

COMPARACIÓN ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE DEUDA SOBERANA DE PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO Y LA DE LOS DIFERENCIALES DE BONOS ESTATALES DE ESTADOS UNIDOS DURANTE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Durante las turbulencias financieras no sólo se elevaron en general los diferenciales y las primas de riesgo de la renta fija privada, sino que se ampliaron también los diferenciales de rendimiento de la deuda emitida por distintas Administraciones Públicas. En la zona del euro, los diferenciales de deuda soberana (con respecto a los bonos alemanes) se ampliaron considerablemente y sólo a partir de marzo del 2009 empezaron a mostrar señales de volver a estrecharse¹. Sin embargo, el hecho de que el rendimiento de la deuda pública presente tales diferencias en una misma área monetaria no es un fenómeno exclusivo de la zona del euro. Los diferenciales de rendimiento de los bonos de distintos Estados de Estados Unidos (con respecto a los bonos del Tesoro estadounidense) se han incrementado también notablemente durante las turbulencias financieras. En este recuadro se analiza la evolución de los dos conjuntos de diferenciales y se explican los motivos por los que la comparación entre los dos lados del Atlántico ha de realizarse con cierta cautela.

A finales de junio del 2007 (es decir, antes del inicio de las turbulencias), los diferenciales de deuda pública a largo plazo de la zona del euro no eran muy acusados, mientras que los diferenciales de bonos estatales de Estados Unidos eran todos fuertemente negativos (véase gráfico A)². Antes de explicar esta pronunciada disparidad de signo, es necesario analizar la construcción de los dos conjuntos de diferenciales. Los diferenciales de deuda pública de la zona del euro representan la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez años emitidos por el respectivo Estado miembro y el de los bonos a diez años emitidos por Alemania. Por el contrario, en Estados Unidos el rendimiento de los bonos de los distintos Estados se obtiene a partir de un índice de bonos emitidos por las Administraciones estatales y locales estadounidenses (como las municipalidades) con vencimiento aproximado de diez años. Todos los bonos del índice tienen, en promedio, la misma calificación crediticia que la del Estado. Del rendimiento de los bonos estatales obtenido de esta manera se sustrae el rendimiento de un bono del Tesoro estadounidense a diez años. Además de esta diferencia técnica, existe una asimetría entre la posición relativa del emisor del respectivo bono de referencia y la de los emisores de los demás bonos. En Estados Unidos, el bono de referencia es emitido por el Tesoro (es decir, el emisor soberano), mientras que los bonos de los distintos Estados son emitidos por administraciones locales y regionales. En cambio, en la zona del euro el emisor del bono de referencia (Alemania) y los emisores de los demás bonos son todos Estados soberanos. Los bonos alemanes se han elegido como referencia, debido a que son los que suscitan la percepción más reducida del riesgo de crédito, además de presentar una liquidez muy elevada³.

1 Para un análisis más detallado de la evolución de los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro, véanse el recuadro titulado «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?», en el Boletín Mensual de marzo del 2009, el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008 y, en particular, el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo del Gobierno al sector bancario», en el presente Boletín Mensual.

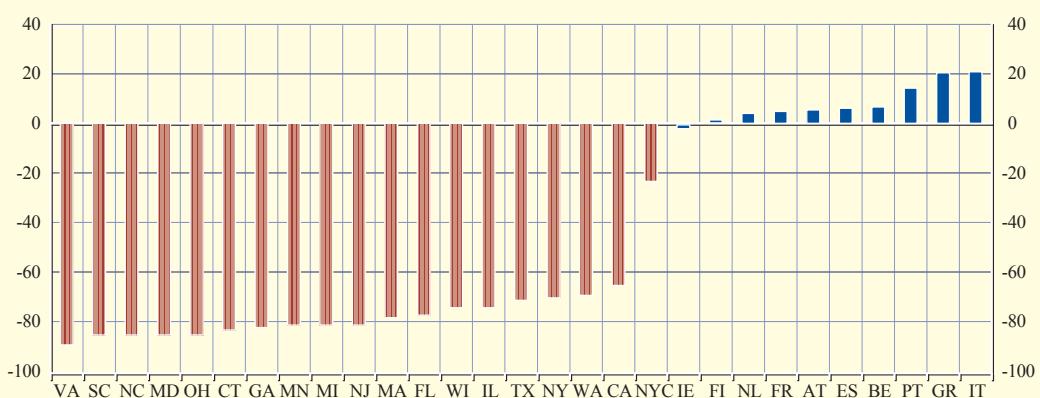
2 Por motivos de disponibilidad de datos, la muestra relativa a Estados Unidos abarca 18 Estados y la ciudad de Nueva York. Las abreviaturas de los Estados en cuestión son las siguientes: California (CA), Connecticut (CT), Florida (FL), Georgia (GA), Illinois (IL), Massachusetts (MA), Maryland (MD), Michigan (MI), Minnesota (MN), North Carolina (NC), New Jersey (NJ), New York (NY), New York City (NYC), Ohio (OH), South Carolina (SC), Texas (TX), Virginia (VA), Washington (WA) y Wisconsin (WI). La muestra relativa a la zona del euro incluye los países que ya habían adoptado el euro en el 2006 (excluido Luxemburgo).

3 Actualmente no es posible lograr una comparación más simétrica. No existe ninguna entidad federal europea que emita bonos que podrían compararse con los bonos del Tesoro estadounidense. De forma alternativa, sería posible elegir los bonos de uno de los Estados de Estados Unidos como referencia para conseguir un mayor grado de simetría en la comparación. Sin embargo, este enfoque sería bastante arbitrario y requeriría que el Estado de referencia fuera objeto de una reducida percepción del riesgo de crédito durante un largo período de tiempo.

Gráfico A Niveles de diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro y de bonos estatales estadounidenses el 29 de junio de 2007

(puntos básicos)

Países de la zona del euro
Estados de Estados Unidos



Fuentes: Datastream, Bloomberg y cálculos del BCE.

Otra dificultad para la comparación entre los dos lados del Atlántico reside en el tratamiento fiscal de los bonos estatales y locales aplicado en Estados Unidos. Los intereses devengados por estos bonos están generalmente exentos de impuestos federales sobre la renta y, si los bonos están en posesión de un inversor residente en el Estado emisor, también están exentos de impuestos estatales y locales sobre la renta. Así pues, en Estados Unidos los intereses de los bonos emitidos por los distintos Estados son generalmente inferiores a los de los bonos sujetos a impuestos. En consecuencia, los diferenciales entre los bonos estatales y los bonos federales suelen ser negativos. En la década anterior al inicio de las actuales turbulencias financieras, la mediana del diferencial de rendimiento de los bonos estatales a diez años se situó, en promedio, en -60 puntos básicos en relación con bonos del Tesoro de las mismas características. Por el contrario, esta diferencia en el tratamiento fiscal de la deuda pública no existe en la zona del euro, razón por la cual los diferenciales de deuda pública de la zona suelen ser positivos.

Estos dos puntos sugieren que las comparaciones entre los diferenciales de los bonos estatales de Estados Unidos y los de la deuda pública de la zona del euro deberían realizarse con cierta cautela. En particular, a la hora de comparar la evolución de los diferenciales en relación con las turbulencias financieras a ambos lados del Atlántico, más que en el nivel de los diferenciales de los bonos sería conveniente centrarse en su comportamiento.

La evolución de los diferenciales de la deuda soberana de la zona del euro y de los bonos estatales de Estados Unidos mostró un elevado grado de coincidencia entre julio del 2007 y finales del 2008 (véase gráfico B). En ese período, la correlación de las medianas de los dos conjuntos de diferenciales fue de 0,93. De hecho, dado que las turbulencias financieras se están produciendo a escala mundial, cabe considerar que los diferenciales de la deuda pública de la zona del euro y los de los bonos estatales de Estados Unidos estuvieron determinados por un «factor de crisis global» común, reflejo del deterioro de las perspectivas macroeconómicas mundiales y del efecto del aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores. Este factor parece haber elevado ambos conjuntos de diferenciales, más o menos de forma paralela, mientras que la magnitud absoluta de las variaciones de los diferenciales

estadounidenses superó la de sus contrapartidas de la zona del euro. Ello pudo haber sido reflejo, en parte, de las perturbaciones provocadas en los mercados de bonos estatales y locales por acontecimientos específicos de Estados Unidos. Entre estos acontecimientos, cabe citar la crisis del 2008 del sector de seguros «monolínea» que garantizó una parte importante del mercado de bonos municipales estadounidenses y, a partir de febrero del 2008, las repetidas subastas desiertas, en las que habitualmente se determina el tipo de interés de los bonos municipales.

En el primer trimestre del 2009, los dos grupos de diferenciales empezaron a mostrar una evolución marcadamente divergente. Mientras que, en general, los niveles de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses disminuyeron de forma acusada, los diferenciales de la zona del euro siguieron aumentando. La mediana de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses se estrechó en unos 90 puntos básicos, resultado del descenso del rendimiento de los bonos de los Estados y del ascenso del rendimiento de los bonos del Tesoro. Durante el mismo período, la mediana de los diferenciales de los países de la zona del euro volvió a aumentar ligeramente. El descenso de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses observado desde principios del 2009 ha estado asociado al impacto del anuncio del Presidente Obama y a la aprobación de un amplio plan de estímulo, por valor de unos 150 mm de dólares, destinado a ayudar a los Gobiernos de los Estados a cubrir una parte importante de su déficit presupuestario en los próximos años. Como se trata de una transferencia de fondos desde la autoridad federal a los Gobiernos de los Estados, la reciente reducción de los diferenciales de los bonos estatales puede reflejar, en parte, la percepción de un traslado del riesgo de crédito entre las entidades soberanas y «cuasi-soberanas» (es decir, las administraciones locales y regionales) dentro de la estructura federal estadounidense⁴.

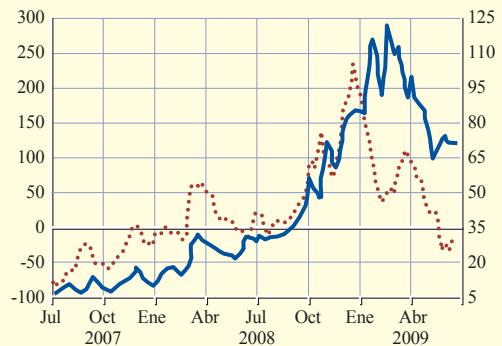
Si se analiza la situación a mediados de marzo del 2009 (cuando los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro estaban próximos a alcanzar su nivel de crisis), se observa que los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses se han visto mucho más afectados que los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro, en comparación con los niveles de finales de julio del 2007 (véase gráfico C). Las principales excepciones se registraron en Grecia e Irlanda. El fuerte aumento de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses los situó en valores positivos. En general, las magnitudes de los diferenciales de los bonos estatales estadounidenses registradas durante las turbulencias financieras fueron muy superiores a los niveles observados en la última década. Los mayores aumentos se registraron en áreas particularmente golpeadas por la crisis del mercado de la vivienda (California y Florida), pero también en áreas con una elevada concentración de sectores económicos que se encontraban en plena recesión, como el sector del automóvil (Michigan) y los servicios financieros (Nueva York).

4 Aunque los diferenciales de bonos estadounidenses empezaron a mejorar algo antes (a finales de diciembre del 2008) de que se aprobara el plan de estímulo (el 17 de febrero de 2009), el debate sobre el plan se prolongó durante varios meses. Ya desde comienzos de enero del 2009, quedó claro que la ayuda federal se ofrecería a las Administraciones estatales y locales como parte del citado plan.

Gráfico B Mediana de diferenciales de deuda soberana de la zona del euro y de bonos estatales estadounidenses

(puntos básicos; medias de cinco días)

— Mediana de la zona del euro (escala derecha)
..... Mediana de Estados Unidos



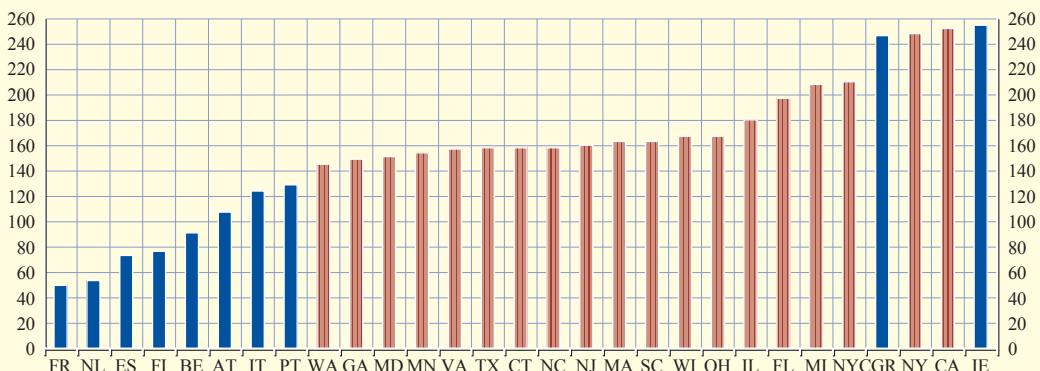
Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Nota: Las respectivas medianas se calculan para los dos mismos grupos de Estados/países que en el gráfico A.

Gráfico C Variaciones de los diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro y de bonos estatales estadounidenses entre el 29 de junio de 2007 y el 13 de marzo de 2009

(puntos básicos)

■ Países de la zona del euro
■ Estados de Estados Unidos



Fuentes: Datastream, Bloomberg y cálculos del BCE.

El déficit presupuestario de estos cuatro Estados era superior a la media de Estados Unidos en el ejercicio fiscal 2008 y se esperaba que se deteriorara más todavía en el ejercicio fiscal 2009.

Por último, desde finales de marzo tanto los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro como los de bonos estatales estadounidenses han disminuido considerablemente, ante la mejora general del clima económico y la reducción de la aversión al riesgo a escala mundial. Estos descensos se interrumpieron a mediados de mayo (en la zona del euro) y principios de junio (en Estados Unidos), con unos diferenciales, a ambos lados del Atlántico, todavía muy superiores a los niveles anteriores a la crisis.

En resumen, durante las turbulencias financieras los diferenciales de rendimiento de la deuda pública de la zona del euro con respecto a Alemania se han ampliado hasta niveles que no se alcanzaban desde el inicio de la UEM. Se ha observado una evolución similar en Estados Unidos, donde los diferenciales de rendimiento entre los bonos estatales y los bonos del Tesoro se han ampliado también. Los dos conjuntos de diferenciales mostraron una estrecha correlación hasta finales del 2008. En el primer trimestre del 2009, los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro volvieron a aumentar, mientras que los diferenciales de bonos estatales estadounidenses disminuyeron, lo que puede asociarse probablemente al anuncio de los importantes planes de ayuda que contemplaban la transferencia de fondos desde la autoridad federal a los Gobiernos de los Estados. Desde finales de marzo del 2009, ambos grupos de diferenciales se han estrechado notablemente, ante la mejora general del clima económico y la reducción de la aversión al riesgo. Sin embargo, los actuales niveles de los diferenciales superan todavía ampliamente las magnitudes anteriores a la crisis. En general, los diferenciales de bonos estatales estadounidenses han aumentado en mayor medida que sus contrapartidas de la zona del euro durante las turbulencias financieras. En este recuadro se ha señalado también que las comparaciones entre los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro y los de bonos estatales estadounidenses presentan ciertas limitaciones. Las diferencias en el cálculo de los diferenciales y los distintos tratamientos fiscales requieren que, más que en las magnitudes absolutas de los diferenciales de los bonos, toda comparación entre los dos lados del Atlántico se centre en su evolución o sus variaciones.

ciero. El descenso fue más pronunciado para los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y para los valores de grado especulativo. Sin embargo, los diferenciales se mantuvieron ligeramente por encima de las medias anteriores a la crisis, reflejo de la persistente incertidumbre de los mercados respecto a la situación financiera de los sectores financiero y no financiero en el actual contexto económico.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En abril del 2009, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras continuó disminuyendo, siguiendo la tendencia a la baja iniciada en noviembre del 2008 tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y las consiguientes reducciones de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos. Los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos del mercado monetario se estrecharon en abril, y cabe esperar que sigan descendiendo a medida que las modificaciones de los tipos de interés oficiales se transmitan gradualmente.

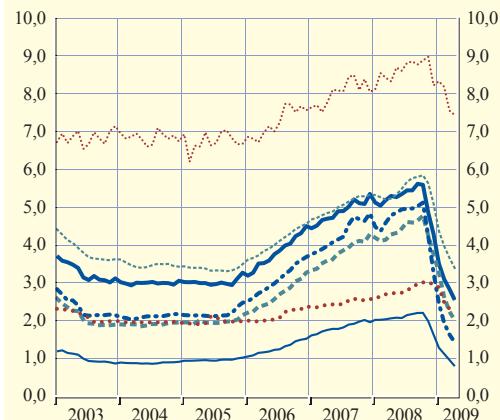
En abril del 2009, todos los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situaron en niveles considerablemente por debajo de los registrados el mes anterior, como consecuencia de la reacción a la considerable reducción de los tipos del mercado monetario observada desde noviembre del 2008 (véase gráfico 15). Todos los tipos a corto plazo disminuyeron de manera acorde, en líneas generales, con el nuevo descenso (de 21 puntos básicos) del EURIBOR a tres meses registrado en abril con respecto a marzo del 2009. Esta caída fue más limitada para los tipos aplicados a los depósitos a muy corto plazo de los hogares y de las sociedades no financieras, así como para los aplicados a los préstamos a hogares para consumo, y osciló entre 12 y 16 puntos básicos. En cambio, la disminución de los tipos aplicados a los grandes préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, de 29 y 27 puntos básicos, respectivamente, superó el descenso del EURIBOR a tres meses. En consecuencia, los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos a corto plazo del mercado monetario se estrecharon ligeramente (véase gráfico 16).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el EURIBOR a tres meses se redujo 370 puntos básicos entre octubre del 2008 y abril del 2009, en comparación con unos descensos de 246 puntos básicos en el caso de los tipos de interés aplicados a los

Gráfico 15 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

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

- 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
- 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
- Tipo a tres meses del mercado monetario



Fuente: BCE.

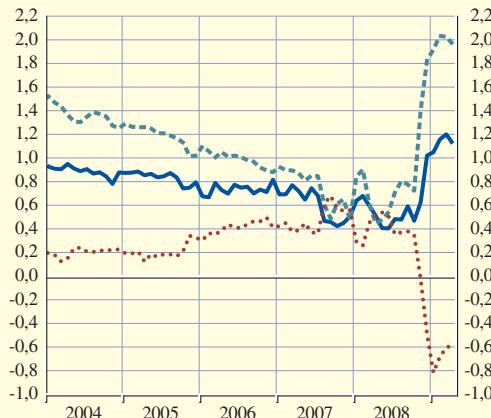
préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin período inicial de fijación del tipo de interés o con período inicial de fijación hasta un año y de 270 puntos básicos en el de los préstamos de cuantía elevada otorgados a las sociedades no financieras con condiciones similares. Por tanto, teniendo en cuenta la inercia habitual en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y la elevada prima de riesgo de crédito asociada a la preocupación existente respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios, así como a la incertidumbre en torno a la renta y a la capacidad para atender las obligaciones de pago, la evolución más reciente tiende a confirmar que los recortes de los tipos de interés oficiales están repercutiendo en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y a los depósitos en la misma medida que en el pasado. En el recuadro 3 se analiza la evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y el mecanismo de transmisión en la zona del euro y en Estados Unidos.

En cuanto a los tipos de interés a más largo plazo, los aplicados por las IFM a los préstamos a hogares continuaron descendiendo en abril del 2009 (véase gráfico 17). En particular, los tipos a largo plazo de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron unos 5 puntos básicos, y los aplicados a los depósitos a más de dos años de los hogares 20 puntos básicos, en comparación con marzo del 2009. Mientras que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo de cuantía reducida (esto es, por importe inferior o igual a un millón de euros) a las sociedades no financieras se redujeron 12 puntos básicos, los aplicados por este sector a los préstamos similares de cuantía elevada aumentaron 17 puntos básicos durante este período. Lo mismo sucedió con los tipos de interés aplicados por

Gráfico 16 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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

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



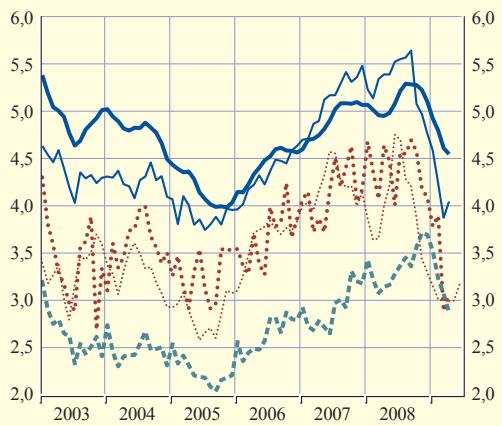
Fuente: BCE.

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

Gráfico 17 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

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

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



Fuente: BCE.

las IFM a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras, que se incrementaron prácticamente lo mismo. Entre marzo y abril del 2009, el rendimiento de la deuda pública a medio plazo apenas se modificó.

Estos moderados incrementos de algunos de los tipos de interés aplicados por las IFM en abril deben considerarse desde una perspectiva a más largo plazo. Entre mediados del 2007 y abril del 2009, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los depósitos de las sociedades no financieras y a los préstamos de cuantía elevada otorgados a este sector registraron un descenso de 109 y 112 puntos básicos, respectivamente. En cambio, los tipos aplicados a los préstamos a largo plazo por importe reducido de este mismo sector, así como los de los préstamos a largo plazo a los hogares, sólo han disminuido entre 14 y 40 puntos básicos en este período durante el cual el rendimiento de la deuda pública a cinco años y a diez años se redujo 158 y 57 puntos básicos, respectivamente.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Ambas medidas continuaron con su tendencia a la baja en abril del 2009 y permanecieron en niveles considerablemente por debajo de los registrados antes de las perturbaciones financieras. Por

Recuadro 3

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

En este recuadro se compara la evolución reciente del coste de la financiación bancaria en la zona del euro y en Estados Unidos. El análisis se centra en los niveles de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, así como en sus diferenciales con respecto a los tipos de mercado, tanto para las sociedades no financieras como para los hogares¹. Para que la transmisión de la política monetaria se realice eficazmente, es importante que las modificaciones de los tipos de interés oficiales influyan en los tipos de interés aplicados por las entidades a los hogares y a las empresas. Este es el denominado mecanismo de transmisión de los tipos de interés. En general, la evidencia empírica sugiere que las decisiones sobre tipos de interés adoptadas durante el reciente episodio de turbulencias financieras han repercutido en los tipos de interés aplicados por las entidades a las sociedades no financieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos y, aunque en menor medida, en los aplicados a los hogares. Ciertamente, un rasgo común de la economía es que la transmisión al sector hogares ha sido, en general, más limitada.

Todos los gráficos que figuran más adelante presentan movimientos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y de los tipos de mercado. La evolución de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos suele resultar afectada por las variaciones del EURIBOR a tres meses en el caso de la zona del euro y del LIBOR a tres meses en el de Estados Unidos, mientras que los tipos a largo plazo suelen reflejar cambios en los rendimientos de la deuda pública. Desde junio del 2007, los tipos de interés de mercado han mostrado patrones parcialmente diferentes en

1 Al interpretar las diferencias en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito entre la zona del euro y Estados Unidos, es importante tener presente que la comparación de los datos queda limitada, no sólo por las diferencias en la metodología estadística utilizada (como el muestreo, las definiciones y la cobertura de los datos), sino también por las considerables diferencias en el comportamiento financiero de las sociedades no financieras y de los hogares a ambos lados del Atlántico. La zona del euro tiene un sistema financiero basado, en su mayor parte, en las entidades de crédito, y los préstamos al sector privado representaron un 145% del PIB en el 2007, mientras que, en Estados Unidos, los préstamos bancarios al citado sector supusieron el 63% del PIB ese mismo año.

estas dos áreas económicas. Entre junio del 2007 y abril del 2009 (el mes más reciente para el que se dispone de datos sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito), los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario de la zona del euro que refleja el EURIBOR a tres meses se redujeron unos 270 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a cinco años disminuyeron en torno a 160 puntos básicos. Sin embargo, se ha de señalar que la mayor parte de esta caída se ha producido desde octubre del 2008. En Estados Unidos, el LIBOR a tres meses y el rendimiento de la deuda pública a dos años disminuyeron alrededor de 400 puntos básicos (frente a una reducción de 500 puntos básicos del tipo de interés de los fondos federales) desde junio del 2007.

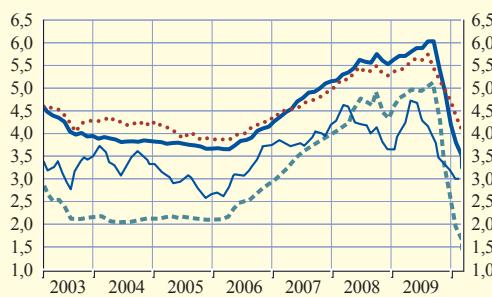
Por lo que respecta a los componentes del coste de la financiación bancaria en términos nominales, en la zona del euro, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año se redujeron alrededor de 210 puntos básicos entre junio del 2007 y abril del 2009 (véase gráfico A). En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años descendieron menos de 105 puntos básicos. No obstante, se ha de observar que la mayor parte de este descenso se produjo con posterioridad a octubre del 2008, cuando los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro alcanzaron el nivel más elevado desde enero del 2003. Por tanto, los tipos de interés aplicados a los préstamos disminuyeron de manera prácticamente paralela a los tipos de interés oficiales del BCE.

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para crédito al consumo también se ha reducido, aunque en menor medida que los de los préstamos a las sociedades no financieras. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año disminuyeron casi 150 puntos básicos entre junio del 2007 y abril del 2009 (véase gráfico B). En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años experimentaron solo un ligero descenso, de 15 puntos básicos.

Gráfico A Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras de la zona del euro y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos mensuales)

- Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM
- Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM
- - - EURIBOR a tres meses
- Rendimiento de la deuda pública a cinco años



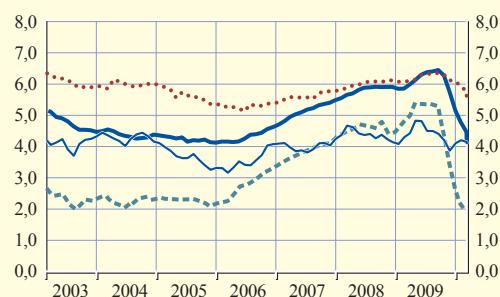
Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: El rendimiento de la deuda pública a cinco años es más adecuado para los tipos a largo plazo aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro.

Gráfico B Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a hogares de la zona del euro y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos mensuales)

- Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM
- Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM
- - - EURIBOR a doce meses
- Rendimiento de la deuda pública a diez años



Fuentes: BCE y Reuters.

En Estados Unidos, los tipos de interés medios aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos han disminuido desde que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal comenzó a reducir su tipo de interés oficial en septiembre del 2007. Desde mediados del 2007, los tipos de interés de los préstamos comerciales e industriales han descendido más de 460 puntos básicos, en el caso de los préstamos a corto plazo² y 420 puntos básicos en el de los préstamos a largo plazo, hasta situarse en torno al 2% y el 3,6%, respectivamente, en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico C).

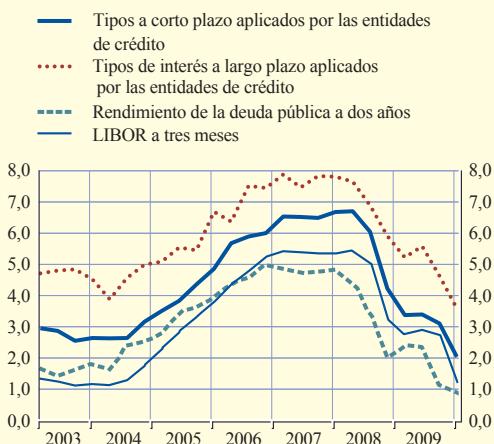
En cuanto a los tipos de interés hipotecarios en Estados Unidos, aunque el tipo de interés fijo aplicado a los préstamos hipotecarios a largo plazo convencionales ha disminuido sustancialmente, los tipos aplicados a las grandes hipotecas (préstamos por importes más elevados que no pueden acomodarse a una garantía de Fannie Mae o de Freddie Mac) se han mantenido en niveles más altos a medida que los inversores se han retirado de este segmento del mercado hipotecario desde que comenzaron las turbulencias financieras (véase gráfico D), y sólo recientemente se han observado algunos descensos en los tipos aplicados a las hipotecas de cuantía elevada.

La evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos en la zona del euro y en Estados Unidos y los diferenciales relativos con respecto a los tipos de interés de mercado proporcionan evidencia de utilidad sobre el funcionamiento del mecanismo de transmisión de los tipos de interés en un entorno de tipos de interés reducidos. La evidencia disponible para las dos áreas económicas muestra una transmisión algo más moderada en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares que en el de los préstamos a sociedades no financieras. Por ejemplo, en la zona del euro, los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a sociedades no financieras han aumentado unos 65 puntos básicos desde junio del 2007, mientras que los

2 Los tipos de interés a corto plazo se calculan como el tipo medio ponderado de las siguientes categorías: diario, de 2 a 30 días, de 31 a 365 días.

Gráfico C Tipos de interés aplicados a los préstamos comerciales e industriales en Estados Unidos y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos trimestrales)

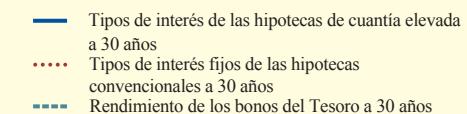


Fuentes: Federal Reserve Survey of Terms of Business Lending, Haver Analytics y Reuters.

Nota: Tipos de interés aplicados a los préstamos comerciales e industriales concedidos por bancos comerciales. Para Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a dos años refleja mejor con la duración de los préstamos.

Gráfico D Tipos de interés hipotecarios en Estados Unidos y tipos de interés de mercado

(en porcentaje; datos trimestrales)



Fuentes: Primary Mortgage Market Survey, Bankrate.com y Bloomberg.

correspondientes a los préstamos a hogares han aumentado tanto en el caso de los tipos a corto plazo como en el de los tipos a largo plazo, 125 y 140 puntos básicos, respectivamente (véase gráfico E).

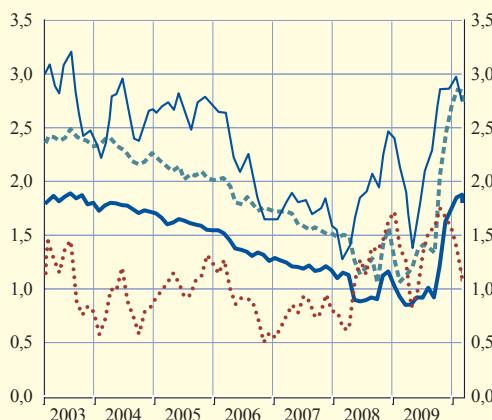
En Estados Unidos, los diferenciales entre los préstamos comerciales e industriales a corto plazo y el LIBOR a tres meses se han reducido 50 puntos básicos desde junio del 2007. Los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras se han estrechado algo menos, 30 puntos básicos, con respecto a los rendimientos de la deuda pública a dos años (véase gráfico F). Por lo que se refiere a los préstamos hipotecarios, la disminución del tipo de interés fijo aplicado a los préstamos hipotecarios convencionales de Estados Unidos sólo ha sido evidente desde que la Reserva Federal anunciara adquisiciones de activos relacionados con hipotecas en noviembre del 2008, mientras que la transmisión a los tipos de interés hipotecarios fue muy limitada durante las fases iniciales de reducciones de los tipos de interés oficiales (entre septiembre del 2007 y noviembre del 2008). En un sistema financiero basado en el mercado, como el de Estados Unidos, el desplome de las operaciones de titulización ha introducido tensiones adicionales en la transmisión de los tipos de interés, reduciendo la disponibilidad de financiación y aumentando su coste para las entidades originadoras de préstamos. El grado de transmisión a los tipos hipotecarios también se ha visto afectado por los acontecimientos observados en las agencias semipúblicas de financiación hipotecaria, que desempeñan un papel fundamental en el mercado hipotecario secundario estadounidense.

En general, parece que la transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito ha seguido funcionando durante las perturbaciones fi-

Gráfico E Diferenciales de los tipos de interés aplicados por las IFM en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)

- A corto plazo, sociedades no financieras
- A largo plazo, sociedades no financieras
- A corto plazo, hogares
- A largo plazo, hogares



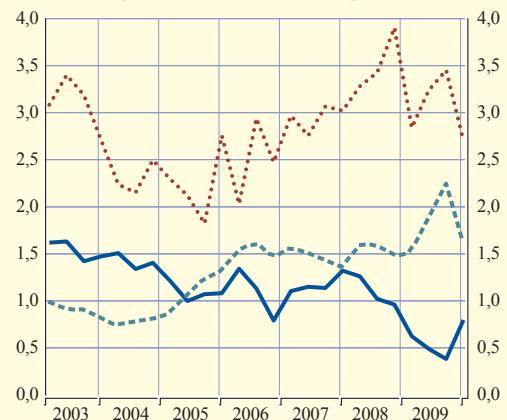
Fuentes: BCE y Reuters.

Nota: Los diferenciales a corto plazo se calculan como la diferencia entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y el EURIBOR a tres meses. Los diferenciales a largo plazo se calculan utilizando el rendimiento de la deuda pública a cinco años.

Gráfico F Diferenciales de los tipos de interés aplicados a los préstamos hipotecarios y a los préstamos comerciales e industriales en Estados Unidos

(en porcentaje; datos trimestrales)

- Préstamos comerciales e industriales a corto plazo con respecto al LIBOR a tres meses
- Préstamos comerciales e industriales a largo plazo con respecto al rendimiento de la deuda pública a dos años
- Tipo de interés hipotecario fijo a 30 años con respecto al rendimiento de la deuda pública a 30 años



Fuentes: Primary Mortgage Market Survey, Reserva Federal y Bloomberg.

nancieras, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las vulnerabilidades del sector bancario, acentuadas por la agudización de las tensiones en los mercados monetarios e interbancarios, dieron lugar a una ampliación de los diferenciales entre los tipos de interés aplicados por las entidades y los tipos de mercado. En la zona del euro, la mayor parte de los diferenciales, que habían experimentado un aumento más acusado en el caso de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a hogares, han retrocedido a los niveles observados en el 2004. El fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito y un funcionamiento adecuado de los mercados monetarios son condiciones necesarias para que la orientación de la política monetaria se transmita de manera eficaz a los costes de financiación de los hogares y de las empresas.

tanto, aunque las entidades han trasladado, en términos generales, las reducciones de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y créditos concedidos a su clientela pese a la crisis financiera, la mayor competencia por atraer depósitos de sus clientes para que sustituyan a fuentes de financiación alternativas ha contribuido a reducir los diferenciales entre los préstamos y los depósitos en el negocio de la banca minorista. Al mismo tiempo, la evidencia procedente de informes empresariales muestra que, recientemente, algunas entidades han logrado generar considerables ingresos de otras líneas de negocio.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

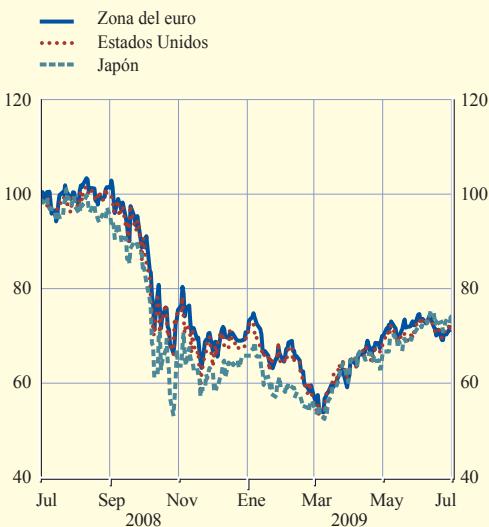
En el transcurso del mes de junio, los precios de las acciones experimentaron pronunciadas fluctuaciones en los mercados mundiales. En la segunda mitad de junio, los mercados se vieron afectados por la publicación de datos económicos contradictorios y en parte más desfavorables de lo previsto, con el consiguiente empeoramiento del clima de los mercados. El 1 de julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos se situaron en niveles prácticamente iguales a los registrados a finales de mayo. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable siguió estabilizándose.

Entre finales de mayo y el 1 de julio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, se situaron en niveles próximos a los observados a finales de mayo (véase gráfico 18), las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, tampoco experimentaron cambios significativos, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron en torno a un 4%. Sin embargo, el período analizado se caracterizó por pronunciadas fluctuaciones. Algunos desplazamientos de fondos hacia activos más seguros parecen haber estado relacionados con la publicación de datos económicos poco claros y en parte peores de lo previsto, sobre todo en la segunda mitad de junio. No obstante, la volatilidad implícita a corto plazo de los mercados de renta variable, que mide la incertidumbre de los mercados, descendió tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, hasta alcanzar los niveles más bajos observados desde la intensificación de las turbulencias financieras a mediados de septiembre del 2008 (véase gráfico 19). Por otro lado, la volatilidad implícita a más largo plazo (a un año y dos años) de las acciones incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvo en general estable, muy por debajo de los máximos alcanzados a finales del 2008 y principios del 2009.

Las subidas iniciales de las cotizaciones bursátiles registradas al principio del período examinado parecieron ser reflejo de la actitud más positiva de los mercados ante los activos de riesgo observada a partir de marzo del 2009 y de nuevas mejoras de algunos datos económicos de las encuestas que

Gráfico 18 Índices bursátiles

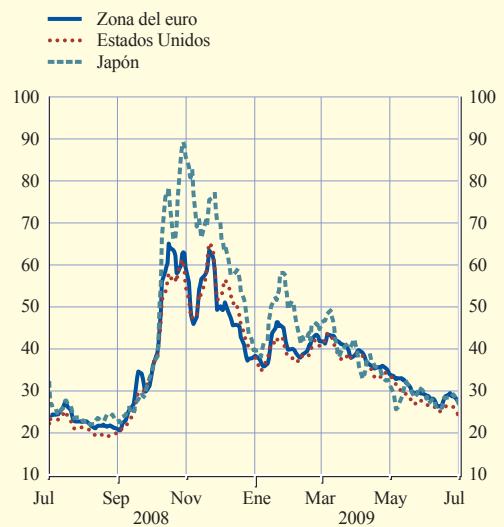
(índice: 1 de julio de 2008 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles 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.

habían impulsado al alza los precios de las acciones en los meses anteriores. Sin embargo, en la segunda mitad de junio las cotizaciones bursátiles bajaron de forma moderada en los mercados internacionales, probablemente como consecuencia de la publicación de datos económicos contradictorios y en parte más desfavorables de lo previsto respecto a las perspectivas mundiales. El descenso de los precios de las acciones puede haber sido percibido por los participantes en el mercado como una corrección del anterior importante repunte de los mercados bursátiles, que moderó la recuperación de la confianza de los inversores observada precedentemente. El clima de los mercados empeoró también, como resultado de la rebaja de la calificación crediticia de varios bancos estadounidenses por la agencia Standard & Poor's. En consecuencia, los precios de las acciones del sector financiero cayeron, en torno a un 2% en Estados Unidos, y a un 1% en la zona del euro, en el período considerado.

Los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro siguieron siendo reducidos en junio. El crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX volvió a descender, hasta el -35,9%, desde el -33,4% de mayo. La evolución de los beneficios continúa presentando marcadas diferencias entre los distintos sectores. En junio, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las empresas del sector no financiero disminuyó nuevamente, hasta situarse en torno al -27,2%, mientras que el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas del sector financiero se redujo hasta casi el -61%. Según las previsiones, el crecimiento de los beneficios por acción esperado para los próximos doce meses debería mejorar, aunque se mantendría en un valor negativo, el -1,2%, frente al -3% esperado en mayo.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó desde el 0% de mayo al -0,1% de junio. El nuevo descenso de las tasas de inflación refleja, principalmente, los efectos de base derivados de las marcadas fluctuaciones que los precios de las materias primas han ido experimentando en los mercados internacionales en los doce últimos meses.

Como consecuencia de estos efectos de base se espera que las tasas de inflación interanual permanezcan temporalmente en valores negativos en los próximos meses, para volver posteriormente a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Asimismo se espera que los precios y costes evolucionen de forma moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó desde el 0% de mayo hasta el -0,1% de junio, su primer valor negativo desde el inicio de la UEM (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía del detalle de esta estimación, se esperaba una caída, como consecuencia de un fuerte efecto de base a la baja del componente energético, derivado del aumento de los precios del petróleo registrado en junio del 2008.

El detalle de mayo indica que la caída de 0,6 puntos porcentuales de la inflación con respecto al mes anterior fue reflejo del descenso de la tasa de variación interanual de la mayor parte de los componentes del IAPC, especialmente de la energía y de los servicios. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC cayó en el mes de mayo hasta el -11,6%, como resultado de un efecto de base a la baja. Sin embargo, en comparación con el mes precedente, los precios de la energía subieron un 0,4%, como reflejo, principalmente, del aumento de los precios del transporte y de los combustibles líquidos, en línea con el incremento de los precios del petróleo observado en mayo. Por el contrario, los precios de consumo de la electricidad y del gas siguieron bajando en tasa intermensual en mayo, reflejo del impacto retrasado de los anteriores descensos de los precios del petróleo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 0,7% en mayo, desde el 1,6% de abril. A este descenso contribuyeron todos los subcomponentes, especialmente los precios de las hortalizas, que habían subido notablemente en los primeros meses del 2009, debido a los efectos de condiciones atmosféricas adversas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados bajó al 1% en mayo, desde el 1,2% de abril, observándose descensos en todos los subcomponentes, especialmente en los que estaban más expuestos a las subidas de los precios de las materias primas (como los cereales, los productos lácteos, y el aceite y las grasas) registradas en el pasado verano. La evolución a corto plazo de este componente fue bastante estable en mayo.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, disminuyó al 1,5% en mayo, como consecuencia del descenso de la inflación en los precios de los servicios, que se redujo en 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,1% en mayo, y que se debió a unos efectos de calendario derivados de las fechas en que cayó la Semana Santa este año. Como resultado de estos efectos, en mayo se observó una importante reducción de la tasa de variación interanual de componentes relacionados con las vacaciones (vacaciones organizadas, alojamiento y transporte aéreo). Además, algunos descensos de las tasas de variación interanual de los precios de los restaurantes y comedores colec-

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Ene	2009 Feb	2009 Mar	2009 Abr	2009 May	2009 Jun
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0	-0,1
Energía	2,6	10,3	-5,3	-4,9	-8,1	-8,8	-11,6	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,6	3,3	2,4	1,6	0,7	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	2,7	2,0	1,6	1,2	1,0	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	.
Servicios	2,5	2,6	2,4	2,4	1,9	2,5	2,1	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	5,9	-0,6	-1,6	-2,9	-4,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	34,3	34,6	36,5	39,0	42,8	49,5
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5	-18,7	.

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

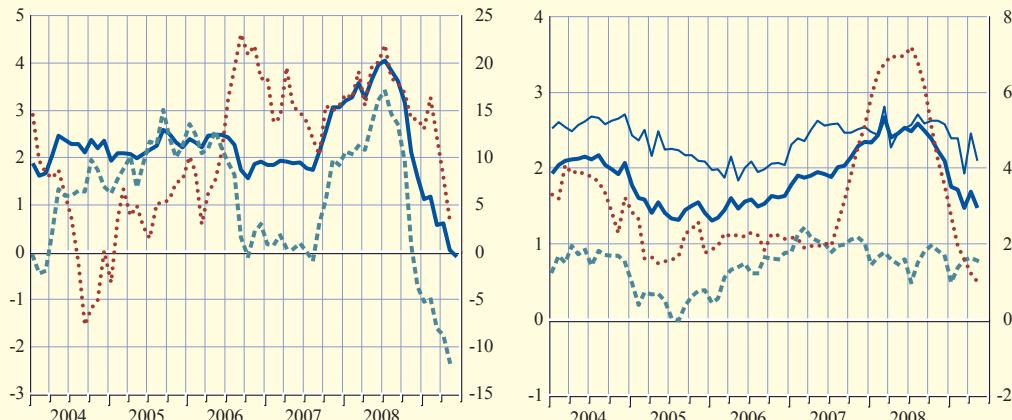
Nota: Los datos de los precios industriales se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

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

tivos contribuyeron a la caída de la inflación en los precios de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se situó en el 0,8% por tercer mes consecutivo. Las tasas de variación interanual de la mayor parte de los componentes de esta categoría se mantuvieron bastante estables en mayo, mes en el que los precios de los automóviles siguieron bajando, aunque a un ritmo más lento que el mes anterior. En general, parece que la contracción de la actividad económica y la debilidad de la demanda no han influido todavía de forma muy acusada en la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos. Sin embargo, puede que la medición de los precios no tenga debidamente en cuenta todos los descuentos y las ofertas especiales, que podrían ser particularmente importantes en el caso del componente de precios de los automóviles del IAPC.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han vuelto a reducir en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios industriales, que se había tornado negativa al inicio del año, se situó en el $-4,6\%$ en abril. La tasa de variación interanual del componente energético cayó al $-11,1\%$ en abril, desde el $-6,6\%$ de marzo, como consecuencia de un importante descenso intermensual y de un efecto de base a la baja. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales cayó al $-2,4\%$ en abril. Esta caída, determinada por la disminución de los costes de los bienes intermedios y por la contracción de la demanda, fue reflejo de la evolución de todos los subcomponentes, especialmente de los precios de los bienes intermedios, cuya tasa de variación interanual disminuyó desde el -4% de marzo hasta el $-5,2\%$ de abril. Las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo se redujeron también en abril, hasta el $1,2\%$ y el $-1,4\%$, respectivamente (véase gráfico 21).

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica, sin embargo, que las presiones latentes sobre los precios están disminuyendo a un ritmo más lento (véase gráfico 22). Por lo que se refiere al índice de directores de compras (PMI), los datos de junio muestran que todos los índices de precios se han elevado. En el sector manufacturero, el índice de precios de los bienes intermedios subió de forma significativa, probablemente como resultado de los aumentos intermensuales de los precios de las materias primas observados en los últimos meses, mientras que el índice de precios cobrados alcanzó su nivel más alto desde enero del 2009. En el sector servicios, el índice de precios de los bienes intermedios se elevó por primera vez desde junio del 2008, lo que sugiere que la tasa de descenso de los precios de los bienes intermedios de

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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



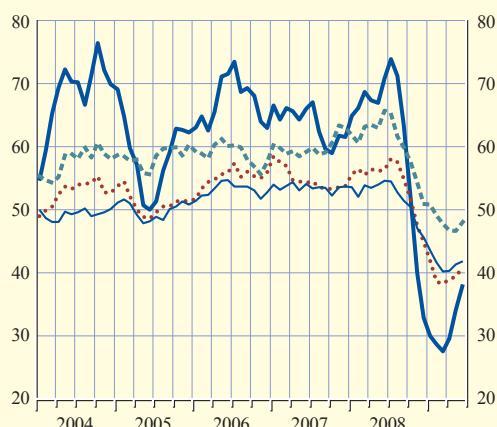
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 22 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

este sector puede haberse estabilizado, mientras que el índice de precios cobrados volvió a registrar un ligero aumento. Pese a estos incrementos, los índices de precios del PMI siguen señalando una caída de los precios, en comparación con el mes anterior, aunque a una tasa más reducida.

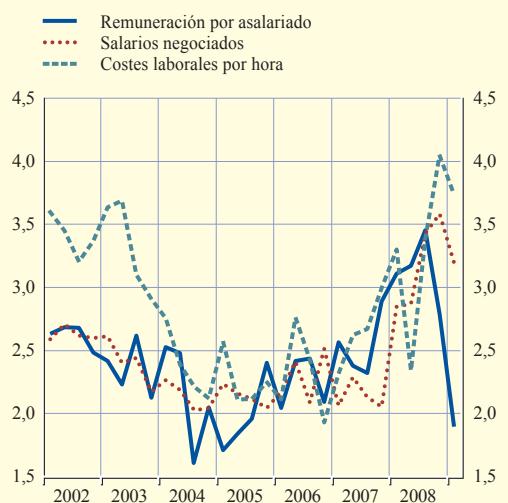
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados bajó al 3,2% en el primer trimestre del 2009, desde el 3,6% registrado en el último trimestre del 2008. Por lo tanto, el crecimiento interanual de los salarios se ha mantenido en niveles elevados en la zona del euro, tras los fuertes aumentos registrados en el 2008. La tendencia mantenida por este indicador en el último trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009 puede atribuirse, en gran medida, a la duración de los convenios colectivos (aproximadamente dos años) en la zona del euro. En efecto, un elevado número de contratos laborales se firmaron antes de que la inflación medida por el IAPC empezara a descender y que la actividad económica de la zona del euro comenzara a contraerse. Sin embargo, la información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haberse desacelerado todavía más al inicio del segundo trimestre del 2009 (véanse gráfico 23 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 1,9% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,8% del trimestre anterior. Esta pronunciada caída fue consecuencia, principalmente, de los fuertes descensos observados en Alemania, Italia, Países Bajos y Bélgica, asociados a la extensa reducción del número de horas trabajadas por asalariado aplicada en estos países. Por consiguiente, la intensa desaceleración de la remuneración por asalariado se debe, básicamente, a la reducción general de la remuneración, como resultado del menor número de horas trabajadas por asalariado.

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó ligeramente, hasta el 3,7%, en el primer trimestre del 2009, desde el 4% del cuarto trimestre del 2008. El fuerte crecimiento de los costes laborales por hora ha estado determinado, en buena parte, por el impacto de varias medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado, especialmente en Alemania, dado que esta reducción va acompañada con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración de los asalariados (véase el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio del 2009). Debido a que el sector industrial es el que se vio más afectado por estas medidas, los costes laborales por hora aumentaron más en este sector, en un 6,1%, frente al 3,6% de la construcción y al 2,4% de los servicios (véase gráfico 24).

El crecimiento interanual de la productividad bajó desde el -1,6% del último trimestre del 2008 hasta el -3,6% del primer trimestre del 2009, ya que el empleo cayó menos que el PIB. A su vez, el mayor descenso de la productividad originó un marcado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, desde el 4,5% del cuarto trimestre del 2008 hasta el 5,7% del primer trimestre del 2009, con lo que se alcanzó un nuevo máximo desde el inicio de la UEM.

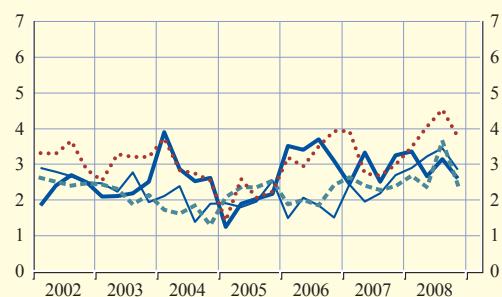
3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán caracterizándose por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Por esta razón se espera que las tasas de inflación interanual desciendan nuevamente en los próximos meses, para volver posteriormente a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Asimismo, se espera que los precios y costes evolucionen de forma moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente anclados en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica, y con aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Industria, excluida construcción – RPA
···· Construcción – RPA
- - - Servicios de mercado – RPA
— Servicios – RPA



— Industria, excluida construcción – ICL por hora
···· Construcción – ICL por hora
- - - Servicios de mercado – ICL por hora



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El ritmo de actividad económica en la zona del euro siguió debilitándose a lo largo del primer trimestre del 2009, de forma paralela a la actual recesión de la economía mundial. Se prevé que la actividad económica continúe siendo moderada en lo que resta de año, aunque su descenso debería ser menos acusado que en el primer trimestre del 2009. Si se considera el año próximo, se espera que a mediados del 2010, y tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las importantes medidas de estímulo económico adoptadas en las principales áreas económicas deberían respaldar el crecimiento mundial, incluida la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados.

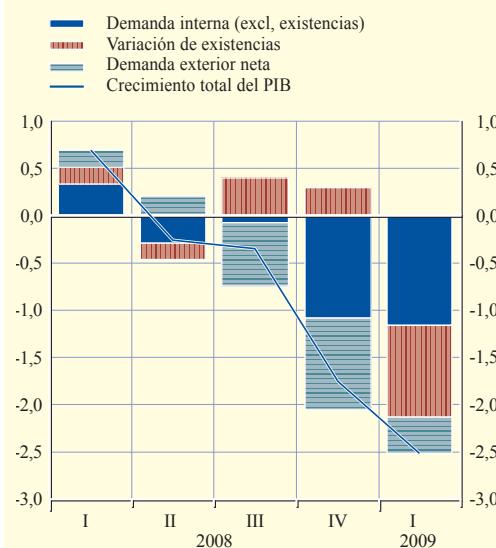
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada a comienzos del 2009, tras una prolongada contracción de la demanda tanto interna como mundial. Según la primera estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009, tras un descenso del 1,8% en el último trimestre del 2008 (véase gráfico 25). Esta prolongada contracción ha reducido, probablemente, el nivel del producto potencial y afectado al potencial de crecimiento económico de la zona del euro en los próximos años (véase recuadro 4). De cara al futuro, es probable que el crecimiento de la zona del euro siga contrayéndose durante el 2009, pero se espera que su ritmo de desaceleración disminuya gradualmente. Tras una fase de estabilización, se prevé que el crecimiento económico se recupere paulatinamente en el 2010.

El deterioro de la demanda fue generalizado en todos sus componentes durante el primer trimestre del 2009. La demanda exterior cayó a un ritmo muy rápido, como consecuencia del colapso del comercio mundial. También retrocedió la demanda interna, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo; y las existencias contribuyeron negativamente al crecimiento.

Gráfico 25 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 a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Recuadro 4

ESTIMACIONES DEL PRODUCTO POTENCIAL DE LA ZONA DEL EURO

Las medidas del crecimiento del producto potencial reflejan la tasa de crecimiento que puede alcanzarse utilizando los factores de producción disponibles, sin crear presiones inflacionistas. La brecha de producción, que se define como la desviación, en porcentaje, del nivel real con respecto al nivel potencial del producto, mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía, y puede considerarse un indicador de la situación del

ciclo económico y de las presiones inflacionistas. Las medidas del producto potencial también se emplean para calcular indicadores adicionales, tales como los saldos presupuestarios públicos ajustados de ciclicidad, con el fin de evaluar la orientación de la política fiscal.

Incertidumbre en la medición del producto potencial

Existen distintos métodos para estimar el producto potencial¹. Muchos de ellos se basan en el concepto de función de producción agregada, que permite que el crecimiento del producto potencial se descomponga en contribuciones de los factores de producción agregados -trabajo y capital- y del residuo de la productividad total de los factores.

Las medidas del crecimiento del producto potencial fluctúan considerablemente de un año a otro, reflejando, por ejemplo, las variaciones de la tasa de acumulación del capital a lo largo del tiempo. Los datos anuales de crecimiento del producto potencial deberían, por lo tanto, distinguirse de la tasa tendencial a largo plazo del crecimiento del producto potencial, que, para la zona del euro, se ha estimado tradicionalmente en torno a un 2%-2,5%².

Dado que las medidas del producto potencial no son observables, sólo pueden estimarse con incertidumbre³. Por consiguiente, las medidas del producto potencial y de su crecimiento pueden revisarse sustancialmente con posterioridad, como se muestra en el gráfico A, en el que figuran las tasas de crecimiento interanual del producto potencial de la zona del euro en el periodo 2000-2007, según estimaciones de la Comisión Europea en las previsiones de primavera del 2007, 2008 y 2009. En las previsiones del 2007, las estimaciones del crecimiento del producto potencial se situaban todavía en el intervalo tendencial del 2%-2,5%. Sin embargo, en la revisión más reciente, correspondiente a la primavera del 2009, las medidas del crecimiento del producto potencial se han revisado significativamente a la baja, incluso para años ya pasados⁴. Así pues, aunque en previsiones anteriores se había estimado que la tasa media de crecimiento del producto potencial durante el periodo 2000-2007 sería del 2,1%, esta cifra cayó hasta el 1,7% en la revisión realizada en la primavera del 2009.

Estimaciones actuales del crecimiento del producto potencial y de la brecha de producción

En el cuadro se presentan las estimaciones más recientes del crecimiento del producto potencial realizadas por instituciones internacionales. En la coyuntura actual, se estima que las tasas interanua-

Gráfico A Medidas de las tasas de crecimiento del producto potencial de la zona del euro



Fuente: Comisión Europea.

1 Para una panorámica de las distintas maneras de estimar el producto potencial, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: Concepto, utilización y estimación», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2000.

2 Véase Banco Central Europeo (2004): «La política monetaria del BCE», Frankfurt am Main. Véase también el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de julio del 2005, titulado «Tendencias en el crecimiento del producto potencial de la zona del euro».

3 Para una discusión más detallada sobre la incertidumbre en las medidas del producto potencial y de la brecha de producción, véase el recuadro 5 del Boletín Mensual del BCE de febrero del 2005, titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción».

4 El empleo del modelo de función de producción para el cálculo del producto potencial proporciona, esencialmente, una tendencia suavizada del PIB real durante un período de tiempo prolongado, que incluye años pasados. La revisión a la baja de las perspectivas del PIB real para el período 2009-2010 con respecto a previsiones anteriores es de tal magnitud que no sólo arrastra significativamente a la baja las tasas de crecimiento del producto potencial actuales y futuras, sino también el crecimiento histórico. Véase Comisión Europea (2009), «Economic Forecast Spring 2009», European Economy 3/2009 Bruselas, p. 31.

Medidas del producto potencial y de la brecha de producción de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

Crecimiento del producto potencial	2007	2008	2009	2010
Comisión Europea	1,6	1,3	0,7	0,7
OCDE	1,7	1,9	1,1	0,6
FMI	1,9	1,5	0,8	0,7
Brecha de producción				
Comisión Europea	2,5	2,0	-2,8	-3,6
OCDE	1,8	0,4	-5,5	-6,0
FMI	1,4	0,7	-4,3	-5,4

Fuentes: Comisión Europea, OCDE y FMI.

Nota: La brecha de producción se define como la desviación, en porcentaje, del nivel real con respecto al nivel potencial del producto. Las diferencias existentes entre las instituciones en lo que se refiere a las medidas de la brecha de producción se derivan, entre otras cosas, de diferencias en los niveles estimados del producto potencial.

les de crecimiento del producto potencial son incluso más bajas que en los últimos años y se prevé que caigan por debajo del 1% en el periodo 2009-2010. Esa estimación está en línea con los supuestos de que la debilidad de la inversión dará lugar a que la contribución del *stock* de capital al crecimiento del producto potencial sea más reducida. Además, se estima que el factor trabajo contribuirá menos al crecimiento del producto potencial durante el periodo 2009-2010, entre otras cosas por el aumento del desempleo estructural y por el descenso de las tasas de actividad.

Posibles efectos de la recesión económica sobre el producto potencial

Las estimaciones que figuran en el cuadro se basan en los modelos de función de producción que se utilizan en varias instituciones. Habitualmente, estos modelos no incorporan rupturas estructurales, sino que se estiman sin que se modifiquen las especificaciones durante el horizonte de la previsión. No obstante, hay varios motivos por los que la recesión actual podría asociarse con perturbaciones estructurales, que podrían causar una caída persistente del nivel del producto potencial o incluso dar lugar a tasas de crecimiento del producto potencial persistentemente más reducidas.

Una caída del nivel del producto potencial podría producirse, por ejemplo, como consecuencia de un ajuste brusco del exceso de capacidad acumulado durante el periodo que precedió a la actual crisis financiera. En este sentido, el *stock* de capital podría verse afectado por el deshecho (*scrapping*) o por una mayor depreciación de inversiones anteriores. En la recesión actual, este argumento podría ser relevante, por ejemplo, en el sector de la construcción, del automóvil y en el financiero. Además, el enorme aumento del desempleo y la reducción de plantillas en algunos sectores podrían generar una pérdida de capacidad profesional y de experiencia, que incrementaría el nivel de paro estructural, al no permitir que se produzca el proceso de emparejamiento en el mercado de trabajo.

Una modificación del nivel del producto potencial también puede ir acompañado de un cambio en la tasa de crecimiento futura del producto potencial. De la recesión actual podría derivarse una moderación a largo plazo de la tasa de crecimiento del producto potencial. Por ejemplo, las rigideces, tanto reales como nominales, presentes en los mercados de trabajo podrían dificultar la reasignación de los recursos laborales y limitar el ajuste de los salarios, dando lugar a una reducción de la demanda de trabajo y a un patrón persistente de menor crecimiento del empleo. Si bien una recesión moderada no afectaría al ritmo de crecimiento de la población activa a largo plazo ni a la tasa de crecimiento del producto potencial, una recesión prolongada y profunda podría hacer disminuir el crecimiento potencial de la población activa al desincentivar a determinados grupos de participar en

el mercado de trabajo y reducir los flujos de inmigración. En lo que respecta a la acumulación de capital, un aumento duradero de las primas de riesgo de crédito⁵ y unas condiciones más restrictivas de la concesión de préstamos o un funcionamiento menos eficiente del sistema financiero desacelerarían la inversión y moderarían el crecimiento del producto potencial. Una recesión prolongada podría afectar, también, a los factores que impulsan la productividad total de los factores, tales como la inversión en investigación y desarrollo. Por otra parte, el ajuste de los sectores al nuevo perfil de la demanda podría provocar una moderación duradera de la tasa de crecimiento del producto potencial, hasta tal punto que sectores cuya contribución previa al crecimiento de la productividad había sido significativa —por ejemplo el sector manufacturero— han reducido sus plantillas. No obstante, ocurriría lo contrario si fueran sectores con un crecimiento de la productividad bajo, tales como la construcción, los que redujeran plantillas.

Por último, el impacto de la tasa tendencial a largo plazo del crecimiento del producto potencial dependerá, en gran medida, de factores relacionados con la política económica. Por ejemplo, si la crisis provocara un aumento a largo plazo del tamaño del sector público, tarde o temprano habría que subir los impuestos, y la mayor carga fiscal frenaría el crecimiento del producto potencial. Además, existe el riesgo de que la intensificación de las medidas proteccionistas propicie una asignación de capital a nivel internacional menos eficiente. Por el contrario, si la crisis generara más reformas estructurales, haciendo más flexibles los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro y abriéndolos a la competencia, podría producirse el efecto contrario de fortalecer el crecimiento de la productividad en el largo plazo. Por consiguiente, es evidente que el impacto sobre la productividad a largo plazo dependerá en gran medida de la respuesta que se le dé a la crisis actual en términos de política económica.

Posibles escenarios para el producto potencial

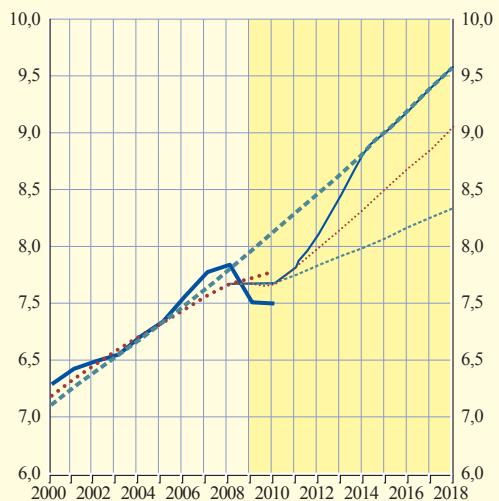
Las implicaciones de estos escenarios tan diferentes quedan ilustradas en el gráfico B, en el que figura el PIB real y la medida, de la Comisión Europea, del producto potencial de la zona del euro entre los años 2000 y 2010, y que incluye las previsiones de primavera de la Comisión sobre el PIB real y el producto potencial para el periodo 2009-2010. Además, el gráfico muestra cuatro sendas hipotéticas del producto potencial. La senda denominada tendencia a largo plazo anterior a la crisis supone que el nivel del producto potencial no se ve

⁵ El efecto de una prima de riesgo de crédito más elevada sobre el producto potencial se ha comentado de forma más detallada en el recuadro 7 del Boletín Mensual del BCE de diciembre del 2008, titulado «Evolución del producto potencial a la vista de los cambios acaecidos en los precios del petróleo y en las primas de riesgo de crédito»

Gráfico B Producto potencial de la zona del euro

(en billones de euros a precios de mercado de 1995)

- PIB real
- Producto potencial primavera 2009
- Tendencia a largo plazo del producto potencial antes de la crisis
- Producto potencial: escenario de recuperación completa
- Producto potencial: escenario de cambio de nivel
- Producto potencial: escenario de menor crecimiento



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE

Nota: El área sombreada indica el período que abarcan las previsiones

afectado por la crisis y continua creciendo al 2% anual. Esta senda estaría prácticamente en línea con el crecimiento del producto potencial estimado en muchas de las proyecciones disponibles hasta principios del 2008.

Asimismo, se muestran en el gráfico tres posibles escenarios alternativos de la senda del producto potencial para los años posteriores al 2008⁶. Todos ellos suponen que la caída del crecimiento del producto potencial en el periodo 2009-2010 es más pronunciada que la proyectada actualmente, en consonancia con los argumentos expuestos antes sobre el mayor impacto negativo de la crisis sobre el producto potencial.

Después del 2010, los tres escenarios alternativos difieren: en primer lugar, el «escenario de recuperación completa» supone que el descenso del producto potencial es sólo a corto plazo y que una aceleración posterior a la crisis del crecimiento potencial realinearía rápidamente el nivel del producto potencial con su senda de largo plazo anterior a la crisis. Esto requeriría, naturalmente, que el producto potencial creciera durante algunos años a tasas significativamente superiores a su tasa tendencial a largo plazo. En segundo lugar, en el «escenario de cambio de nivel», el producto potencial crecería después de que termine la recesión a su tasa a largo plazo del 2%, pero no recuperaría su senda de largo plazo. Ha habido momentos en la historia en los que este tipo de escenario se han materializado, como, por ejemplo, en el periodo posterior a la crisis bancaria registrada en Finlandia a principios de los años noventa. Cabe observar que, en estos casos, para recuperar la tasa de crecimiento potencial anterior a la crisis, fue necesario adoptar medidas de ajuste estructural muy rigurosas, encaminadas a aumentar la flexibilidad y la competitividad de la economía⁷. Por último, el «escenario de menor crecimiento» supone no sólo un cambio descendente en el nivel, sino también una persistente desaceleración de la tasa de crecimiento del producto potencial. Un ejemplo de un escenario de este tipo sería el caso de Japón en los años noventa, donde se estimó que, tras la crisis registrada a mediados de la década de los noventa, el producto potencial creció a tasas significativamente más bajas que antes⁸. Como se deduce de los argumentos presentados, actualmente no está claro cuál será el escenario de la zona del euro en los próximos años.

Implicaciones para la política económica

El alto grado de incertidumbre sobre el crecimiento potencial que existe en la coyuntura actual también implica un nivel de incertidumbre excepcionalmente elevado con respecto a las medidas de la brecha de producción. Como se muestra en el cuadro, las instituciones internacionales estiman actualmente que la brecha de producción se situará entre el -3% y el -6% en el periodo 2009-2010. Sin embargo, en la medida en que el producto potencial de la zona del euro podría sufrir una caída de nivel o un menor crecimiento en el futuro, las brechas de producción podrían ser menos negativas que en las estimaciones actuales.

La incertidumbre sobre las medidas del producto potencial y de las brechas de producción tiene consecuencias significativas en la política económica. En lo que respecta a la política monetaria, una caída significativa del nivel del producto potencial daría lugar a estimaciones de la brecha de producción mucho menos

6 La Comisión Europea ha propuesto escenarios similares, véanse Comisión Europea (2009), «Quarterly report on the euro area», vol. 8 n.º 2/2009, p.28, Bruselas, y Comisión Europea (2009) «Impact of the current financial and economic crisis on potential output», European Economy Occasional Papers 49, junio del 2009, Bruselas.

7 Véanse Haugh, D., P. Ollivaud y D. Turner (2009), «The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries», OECD Economic Department Working Paper n.º 683, OCDE, y Comisión Europea (2009) «Impact of the current financial and economic crisis on potential output», European Economy Occasional Papers 49, junio del 2009, Bruselas.

8 Véanse las referencias de la nota 6.

negativas, lo que puede entenderse como una indicación de presiones a la baja sobre los precios menos pronunciadas. En cuanto a la política fiscal, un escenario de este tipo significaría que habría que considerar que gran parte del déficit fiscal actual es estructural. Ello exigiría un saneamiento aún más contundente de las finanzas públicas, con el fin de retornar a una situación presupuestaria sólida.

En resumen, a la vista de las importantes fluctuaciones a la baja del crecimiento del producto potencial que se observan en la actualidad, pero teniendo presente también el efecto descendente que la evolución demográfica de la zona del euro tendrá sobre el producto potencial en el futuro⁹, los esfuerzos por introducir reformas económicas estructurales son más necesarios que nunca en la zona del euro, para respaldar un aumento duradero de la producción y del empleo. Tales esfuerzos deberían ir encaminados a reforzar la capacidad de ajuste y la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. Ello puede lograrse facilitando la fijación de salarios y la movilidad laboral entre sectores y regiones. El fomento de la competencia y el fortalecimiento de los incentivos a la inversión aceleraría el proceso de reestructuración y estimularía la productividad.

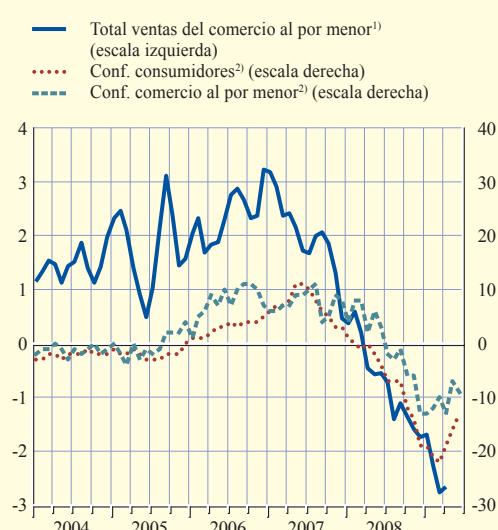
9 Véase el recuadro 7 del Boletín Mensual del BCE de junio del 2009, titulado «Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico: Proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población».

El consumo privado se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. Los indicadores más recientes sugieren que el gasto en consumo mantendrá su debilidad en el segundo trimestre del 2009. Sin embargo, las cifras relativas al comercio al por menor (responsable de, aproximadamente, el 45% del gasto en consumo) mostraron una ligera mejora en abril, mes en que las ventas del comercio al por menor se incrementaron un 0,2%, en comparación con el mes anterior. Teniendo en cuenta la volatilidad de esta serie, el incremento de abril constituyó la primera tasa positiva de crecimiento intermensual registrada desde septiembre del 2008. El crecimiento de las ventas del comercio al por menor observado en abril fue generalizado en todos los países de la zona del euro. A pesar de que la confianza de los consumidores se elevó ligeramente en mayo, el mantenimiento de su bajo nivel es compatible con la debilidad del gasto en consumo durante el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 26).

Si se considera un plazo más largo, se prevé que el consumo mantendrá su atonía en el segundo semestre del 2009, debido al nuevo deterioro esperado en los mercados de trabajo. La reciente y ligera mejora registrada en las ventas del comercio al por menor y en la confianza de los consumidores sugiere, sin embargo, cierto grado de estabilización del gasto en consumo. Las sustanciales caídas observadas en el precio de las materias primas desde el año pasado han respaldado la renta real disponible y el gasto de los hogares. Es probable que el gasto en consumo también se haya visto favorecido por la aplicación de las medidas

Gráfico 26 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

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.

de estímulo fiscal adoptadas en algunos países de la zona del euro. El grado en que el gasto de los hogares se verá estimulado por estas medidas se encuentra, sin embargo, rodeado de una gran incertidumbre. De hecho, la ratio de ahorro de la zona del euro ha aumentado en los últimos trimestres.

En consonancia con el patrón observado durante períodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido el principal factor impulsor de la actual recesión. En el primer trimestre del 2009, la formación bruta capital fijo se redujo un 4,2%, en tasa intertrimestral. En el recuadro 5 se presenta una descripción más detallada del actual descenso de la inversión.

Es probable que la inversión siga contribuyendo negativamente al crecimiento económico durante el 2009. El mantenimiento de unas perspectivas moderadas para el crecimiento de la formación de capital fijo refleja las expectativas de que la evolución tanto de la inversión, excluida la construcción (principalmente activos pensados para su utilización en la producción de bienes y servicios), como de la inversión en construcción, seguirá siendo moderada. La corrección que se prevé en la actividad interna y externa, el descenso de la rentabilidad en las empresas y las restricciones a la obtención de financiación son factores que probablemente afecten a la inversión, excluida la construcción. Se espera, asimismo, que los mismos factores frenen la inversión en construcción. La corrección observada en el precio de los inmuebles residenciales y comerciales de la zona del euro también sugiere que, en el futuro, la inversión en construcción será moderada.

Las perspectivas para la inversión se encuentran rodeadas de una gran incertidumbre. El nivel de incertidumbre mayor de lo habitual obedece, principalmente, a dificultades a la hora de evaluar los efectos del empeoramiento de las condiciones de financiación y la atonía de la demanda final esperada en los próximos trimestres.

Recuadro 5

INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO DURANTE LA RECESIÓN ACTUAL

La inversión ha contribuido significativamente a la grave recesión experimentada por la actividad económica de la zona del euro desde principios del 2008. Con el fin de arrojar algo más de luz sobre las perspectivas de la inversión y sobre los riesgos que planean sobre ella, en este recuadro se analizan los factores que han influido en la inversión de la zona del euro desde comienzos de los años noventa. El recuadro también se centra en dos períodos anteriores a la recesión: el comienzo de los años noventa y el principio de la década actual.

Tras las dificultades que tuvieron que afrontar las principales instituciones financieras y, finalmente, la quiebra de Lehman Brothers, los efectos negativos de las turbulencias financieras sobre la confianza se incrementaron en el otoño del 2008. Las empresas rebajaron sus expectativas de demanda futura y redujeron considerablemente las existencias, mientras que el comercio mundial se contrajo fuertemente. La inversión disminuyó con más rapidez, cayendo a una tasa superior al 4%, en términos intertrimestrales, tanto en el último trimestre del 2008 como el primer trimestre del 2009.

Dado que la reducción de la inversión fue mayor que el descenso observado en la actividad general, la participación de la inversión en el PIB disminuyó —una característica normal en este punto del ciclo—, pasando del 22,3% en el primer trimestre del 2008 al 21% en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico A). En lo que se refiere a los componentes, la desaceleración fue genera-

lizada en los principales componentes (construcción, material de transporte y productos metálicos y maquinaria) para los que se dispone de datos a escala de la zona del euro (véase gráfico B).

Desde una perspectiva de más largo plazo, el retroceso que se observa actualmente en la inversión no parece haber tenido precedentes desde al menos el comienzo de los años noventa¹. Además de en el momento actual, se pueden identificar otros dos períodos en los que se observaron reducciones significativas en la inversión. En el primer periodo, que duró desde el comienzo de 1992 hasta el final de 1993, la inversión se contrajo un 10% desde el máximo hasta el mínimo cíclico. En el segundo, comprendido entre el comienzo del 2001 y el principio del 2002, se redujo en 3% desde el máximo hasta el mínimo cíclico. Estos períodos se caracterizaron por un acusado debilitamiento de la actividad general de la zona del euro, aunque con una magnitud diferente.

Como cada uno de estos períodos poseía unas características únicas, la conclusión que puede extraerse de esta comparación histórica es bastante limitada. Con el fin de entender mejor estos hechos, se estima un modelo macroeconómico sencillo del crecimiento de la inversión. En dicho modelo, se puede suponer que, en el largo plazo, la participación de la inversión en el PIB es constante, pero que, en el corto y medio plazo, se ve influida por la demanda general (sin inversión), por variaciones en el coste real de la financiación y por la «brecha de financiación»². El coste real de la financiación se puede aproximar ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación (capital, deuda y préstamos de las IFM) sobre la base de sus saldos vivos, corregidos por los efectos de valoración y deflactados por

1 Hay que tener cierta cautela a la hora de analizar las series de la zona del euro para períodos relativamente largos, pues han sufrido diversos cambios, en términos de composición, y también de elaboración, incluida la introducción del método de índices encadenados en las cuentas nacionales de la zona del euro.

2 Para más detalles sobre la ecuación que subyace al presente análisis, véase el recuadro 1 del artículo titulado «La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», en el Boletín Mensual de abril de 2008. La ecuación se ha actualizado para incorporar la última información. Se ha estimado utilizando datos para el período comprendido entre 1991 y 2008.

Gráfico A Participación de la inversión en el PIB en el largo plazo

(en porcentaje)

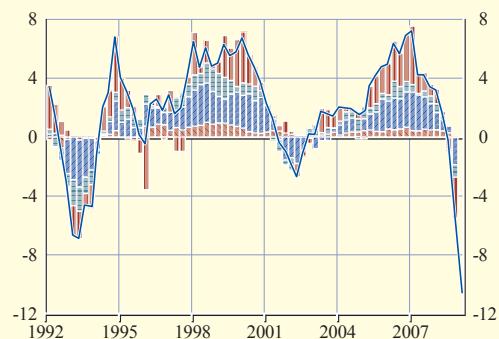


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico B Crecimiento interanual de la inversión real de la zona del euro y contribución de los componentes

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)

- Inversión real
- Construcción
- Material de transporte
- Productos metálicos y maquinaria
- Productos agrícolas y otros



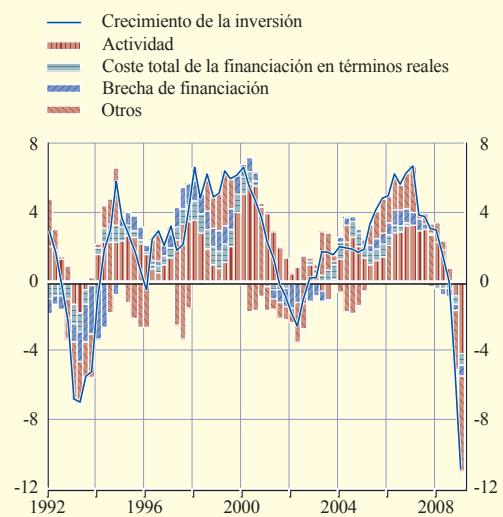
Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat.
Nota: Las últimas observaciones se refieren al primer trimestre del 2009 para el total y al cuarto trimestre del 2008 para los componentes.

las expectativas de inflación³. La brecha de financiación puede medirse como la diferencia entre el gasto de inversión y lo que se financia con fondos generados internamente. Como indicación de las necesidades de financiación externa, se prevé que, en el corto plazo, una mayor brecha de financiación afecte a la inversión⁴. Este modelo permite estimar la contribución de cada factor al crecimiento total de la inversión, como se representa en el gráfico C.

Según este análisis, una parte importante de la desaceleración de la inversión queda explicada por la reducción de la demanda total, lo que no es demasiado sorprendente, dada la gravedad de la recesión actual y la tendencia de la inversión a reaccionar con vigor a los cambios a corto plazo observados en la actividad⁵. Las encuestas de la Comisión Europea sobre los límites a la producción, que muestran que la escasez de demanda es el factor principal que limita la producción, confirman este resultado. También se considera que la contribución del coste total de la financiación, en términos reales, ha sido negativa desde finales del 2007. Efectivamente, antes de su reciente descenso, hasta el último trimestre del 2008 el coste total de la financiación, en términos reales, para las sociedades no financieras había aumentado. Ello obedeció a un incremento del coste de la financiación de mercado ligado al rendimiento más elevado de los valores de renta fija privada y a un aumento de la prima demandada por los inversores por su inversión en valores de renta variable en un entorno de turbulencias financieras. La brecha de financiación ha comenzado, recientemente, a desempeñar un papel negativo, a raíz de la pronunciada reducción de los beneficios. Si se tiene en cuenta la experiencia histórica, es probable que este efecto se intensifique en los próximos trimestres. Ciertamente, en los dos episodios de recesión anteriores, los beneficios disminuyeron más que la inversión, lo que hizo aumentar la brecha de financiación pese al descenso de los gastos de capital. De cara al futuro, los datos sobre expectativas de beneficios proporcionados por los analistas de los mercados financieros sugieren que los beneficios por acción de las sociedades no financieras seguirán siendo negativos durante algún tiempo.

Gráfico C Contribución estimada al crecimiento interanual de la inversión

(tasas de variación interanual; en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: El componente denominado «Otros» combina una variable ficticia para el periodo 1992-1193, el residuo y el impacto duradero de la situación inicial. La última observación se refiere el primer trimestre del 2009.

3 Para más detalles sobre el indicador del coste de financiación, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo de 2005. Es preciso ser cautos a la hora de utilizar este indicador, debido a las importantes salvedades relacionadas con su construcción, como, por ejemplo, el supuesto implícito de que no hay financiación a tipos de interés variable o el elevado nivel de incertidumbre existente en torno a la medida del coste de la financiación mediante acciones. Dado que este indicador sólo está disponible desde 1998, se emplean los rendimientos de la deuda pública para ampliar el indicador hasta esa fecha.

4 En la literatura se exponen varios motivos para explicar esta relación negativa. Por ejemplo, la asimetría de la información puede dar lugar a que el prestatario exija activos de garantía, o la financiación externa puede entrañar costes adicionales.

5 Al igual que en los modelos uniecuacionales de forma reducida que se estiman en la literatura económica, la elasticidad a corto plazo de la demanda se encuentra por encima de uno.

Pese a ser relativamente simple, el análisis está sujeto a numerosas salvedades relacionadas con la especificación del modelo y con la definición exacta de las variables financieras utilizadas. Por ejemplo, el modelo no recoge el papel que pueden tener sobre la inversión los cambios en la aversión al riesgo, en el grado de incertidumbre o en la situación de la oferta de crédito. Estas omisiones podrían explicar el importante componente no explicado del descenso de la inversión en el período 1992-1993, y más recientemente.

Hasta el primer trimestre del 2009, una parte importante de la desaceleración de la inversión de la zona del euro se debía a la grave recesión observada en la actividad general. De cara al futuro, los últimos indicadores sugieren que es probable que la inversión mantenga su atonía, y que posiblemente, vaya a la zaga de la recuperación económica (véase gráfico D). Esta evolución se refleja en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio del 2009, donde se prevé que la inversión se situará entre el 10,1% y el 12,3% en el 2009, muy por debajo del descenso proyectado para el PIB de la zona del euro.

Gráfico D Inversión, excluida la construcción, e indicadores relacionados



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos para el período comprendido entre el primer trimestre de 1992 y el cuarto trimestre del 2008 están estandarizados

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

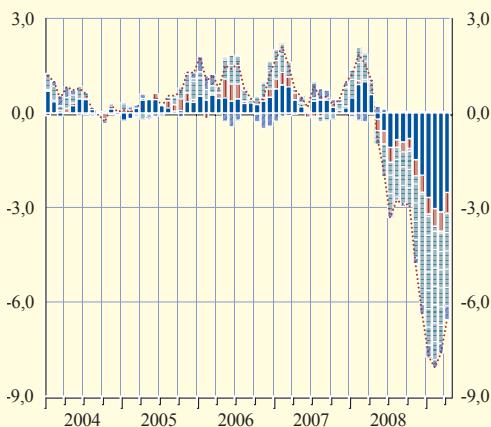
La primera estimación del valor añadido real en el primer trimestre del 2009 mostraba una contracción tanto en la industria como en los servicios. El valor añadido de la industria (excluida la construcción) cayó un 8,8%, en tasa intertrimestral, mientras que el valor añadido de la construcción se redujo un 0,5%. El descenso en el valor añadido de los servicios ascendió a un 1,1%, en tasa intertrimestral.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad mantuvo su debilidad durante el segundo trimestre del 2009. En abril, la producción industrial de la zona del euro cayó un 1,5%, en tasa intermensual, y la contracción fue generalizada en las principales ramas de actividad. Si se analizan las tasas de crecimiento en términos de medias móviles de tres meses, que son menos volátiles, se observa cierta moderación en el ritmo de descenso (véase gráfico 27). Las encuestas de opinión apuntan a una nueva moderación en el ritmo de descenso en lo que queda de trimestre (véase gráfico 28). Por ejemplo, el índice de directores de compras continuó mejorando en junio (aunque aún se situaba por debajo de 50, lo que indica que la economía sigue contrayéndose). Del mismo modo, la encuesta de confianza de la Comisión Europea aumentó levemente en junio con respecto al mínimo histórico registrado en marzo. En general, las encuestas de producción industrial y de opinión sugieren que el ritmo de contracción mensual de la actividad tocó fondo en la última parte del primer trimestre.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- Total, excluida construcción

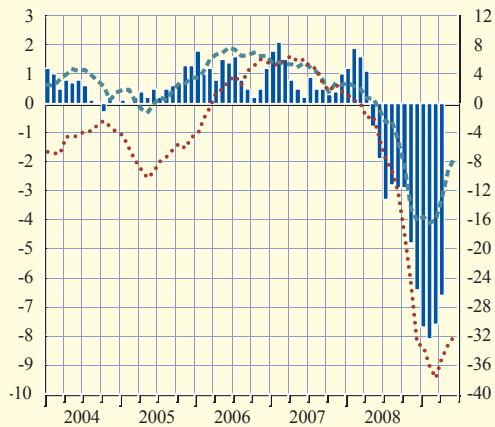


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 28 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)

- Producción industrial¹⁾ (escala izquierda)
- Confianza industrial²⁾ (escala derecha)
- Índice de directores de compras³⁾ (escala derecha)



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

Notas: Todas las series se refieren a las manufacturas. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

- 1) Tasas de variación intertrimestral.
- 2) Saldos netos; variaciones en comparación con tres meses antes.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

MERCADO DE TRABAJO

Las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro han seguido deteriorándose en los últimos meses. Según la primera estimación de Eurostat, el empleo se redujo un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009, descendiendo por tercer trimestre consecutivo (véase cuadro 6). La caída del empleo en el primer trimestre reflejó una disminución más acusada del empleo en la industria, y un crecimiento negativo en los servicios.

De cara al futuro, las últimas encuestas de opinión apuntan a una nueva reducción del empleo en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 29). En junio, el índice de directores de compras sobre expectativas de creación de empleo se mantuvo en niveles muy reducidos tanto en la industria como en los servicios. Las últimas encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea muestran unas perspectivas para el empleo igualmente sombrías.

Como consecuencia de la notable caída de la actividad, la productividad del trabajo (en términos de producción por empleado) disminuyó un 1,7%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 30). El acusado descenso de la productividad del trabajo durante el primer trimestre reflejó una caída pronunciada en la industria (salvo en la construcción, donde la productividad del trabajo aumentó, tras una importante contracción en el empleo) y en los servicios. Merece la pena destacar que esta evolución de la productividad del trabajo se debió, en parte, a una fuerte reducción de las horas trabajadas por empleado. Varios países de la zona del euro han adoptado programas de empleo a corto plazo y otras medidas para mitigar los efectos de la contracción eco-

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

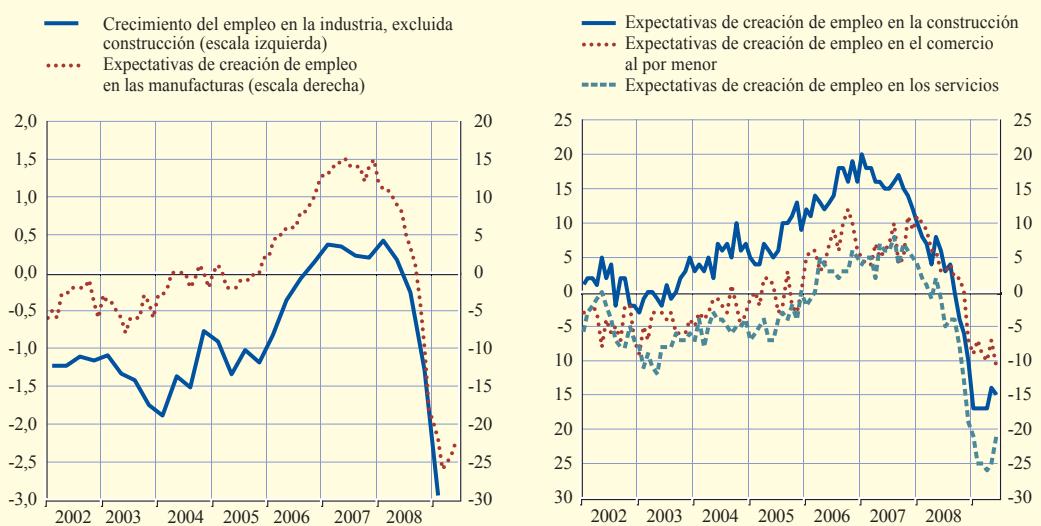
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

nómica (véase el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín mensual de junio del 2009). Sin embargo, la productividad también cayó en términos de horas trabajadas, en línea con el ajuste lento que es habitual en el mercado de trabajo. De cara al futuro, se espera que la productividad se recupere en la última parte del 2009, como consecuencia de nuevas contracciones en el empleo y de una disminución menos acusada de la actividad.

La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta el 9,2% en abril (véase gráfico 31). Este incremento fue generalizado en todos los países de la zona del euro. Los reducidos niveles de confianza eco-

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



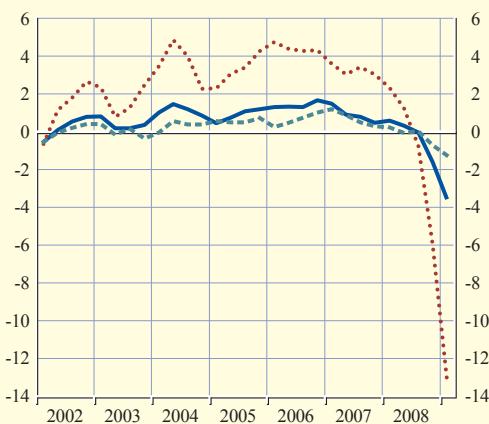
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)

— Total economía
··· Industria, excluida construcción
- - - Servicios



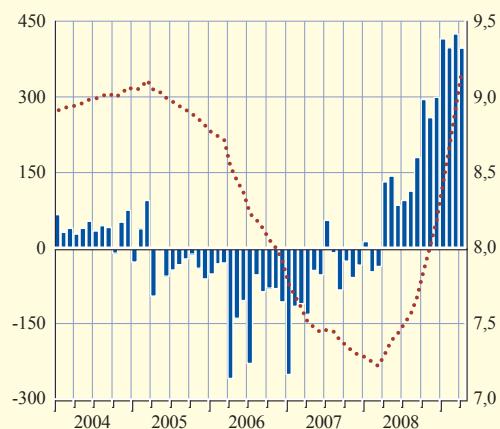
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

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



Fuente: Eurostat.

Nota: Los datos se refieren a la zona del euro, incluida Eslovaquia.

nómica junto con unas elevadas expectativas de desempleo sugieren que se producirán nuevos aumentos de la tasa de paro en la zona del euro durante los próximos meses.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los datos y la información procedente de encuestas que se han publicado recientemente han confirmado básicamente las expectativas anteriores. Se prevé que la actividad económica continúe siendo moderada en lo que resta de año, aunque su descenso debería ser menos intenso que en el primer trimestre del 2009. Si se considera el año próximo, se espera que a mediados del 2010, y tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las importantes medidas de estímulo económico adoptadas en las principales áreas económicas deberían respaldar el crecimiento mundial, incluida la zona del euro.

Los riesgos para estas perspectivas económicas están equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. De otra parte, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable y, por último, una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El euro ha experimentado –en medio de ciertas oscilaciones– una moderada depreciación en términos efectivos nominales desde finales de marzo del 2009; frente a la libra esterlina se depreció de forma acusada, al tiempo que se apreció frente al dólar estadounidense y el yen japonés.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 1 de julio de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro –medido frente a las monedas de 21 socios comerciales importantes de la zona del euro– se situaba un 0,4% por debajo del nivel observado a finales de marzo del 2009 y alrededor de un 1% por encima de la media del 2008 (véase gráfico 32). La depreciación de la moneda única desde finales de marzo del 2009 refleja, principalmente, un debilitamiento frente a la libra esterlina, que no se contrarrestó por completo con una apreciación frente al dólar estadounidense y el yen japonés.

Tras haber mantenido una trayectoria alcista desde mediados de abril, el tipo de cambio efectivo nominal se depreció en junio, al debilitarse el respaldo que recibió el euro como consecuencia del aumento de la tolerancia al riesgo, como lo indica el descenso de las volatilidades implícitas de los tipos de cambio.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

El euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar estadounidense en junio, a pesar de algunas fluctuaciones. La estabilidad general del euro en junio y a principios de julio siguió a una fase de acusada apreciación en mayo, posiblemente asociada a un aumento de la tolerancia al riesgo en los mercados y al resultante desplazamiento en detrimento de las monedas que, a juicio de los mercados, constituyan un refugio seguro, como el dólar estadounidense. El 1 de julio, el euro cotizaba a 1,41 dólares, un 5,9% por encima de los niveles observados a finales de marzo, pero todavía un 4,2% por debajo de la media registrada en el 2008 (véase gráfico 33).

Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾



Fuente: BCE.

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

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

YEN JAPONÉS/EURO

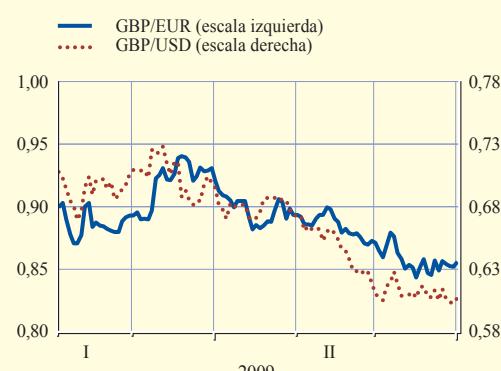
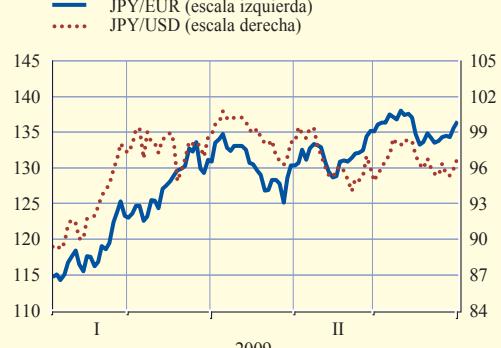
El comportamiento del euro frente al yen japonés reflejó, en gran medida, la evolución de la moneda única frente al dólar estadounidense. La estabilidad general del euro frente a la moneda japonesa en junio se produjo tras un período, entre la segunda quincena de abril y el mes de mayo, en el que el euro experimentó un considerable fortalecimiento. El 1 de julio, el euro cotizaba a 136,5 yenes japoneses, alrededor de un 4,1% por encima del nivel observado a finales de marzo del 2009 (véase gráfico 33) y un 10,4% por debajo de la media del 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables, cotizando frente al euro al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Tras la aprobación de un presupuesto de austeridad a mediados de junio, el lats letón ha cotizado en

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)

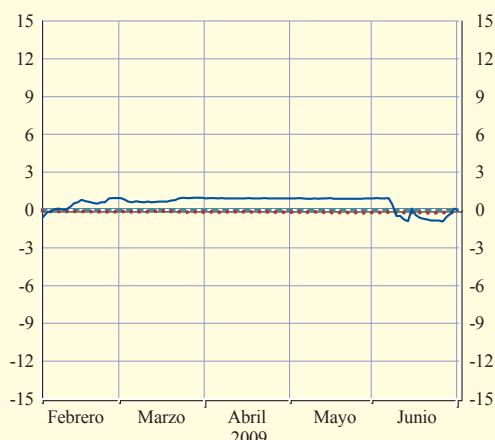


Fuente: BCE.

Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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

— EKK/EUR
··· DKK/EUR
- - - LTL/EUR
— LVL/EUR



Fuente: BCE.

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

niveles próximos al límite inferior (zona fuerte) de la banda de fluctuación de ±1% establecida unilateralmente frente al euro.

Con respecto a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en junio el euro continuó depreciándose frente a la libra esterlina en un clima de sentimiento más favorable

respecto al sector financiero del Reino Unido, al que acompañó la publicación de datos económicos mejores de lo esperado. El 1 de julio, el euro cotizaba a 0,86 libras esterlinas, un 8% por debajo del nivel observado a finales de marzo, pero un 7,4% por encima de la media observada en el 2008. En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente a la corona checa (5,9%), el forint húngaro (12%) y el zloty polaco (6,4%).

OTRAS MONEDAS

Entre finales de marzo y mediados de junio del 2009, a pesar de algunas fuertes fluctuaciones, el euro se depreció ligeramente frente al franco suizo. Sin embargo, desde la tercera semana de junio, aproximadamente, el euro se ha apreciado de forma acusada. Al parecer, la apreciación del euro tuvo su origen en las intervenciones del Banco Nacional de Suiza en los mercados de divisas. El 1 de julio, el euro cotizaba en torno a 1,52 francos suizos, un 0,6% por encima del nivel de finales de marzo, pero un 4% por debajo de la media del 2008. Entre finales de marzo y el 1 de julio, el euro se depreció un 2,8% frente al dólar canadiense y se debilitó de forma pronunciada (un 0,9%) frente al dólar australiano.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 105,7 mm de euros (alrededor del 1,2% del PIB) en el año transcurrido hasta abril del 2009. No obstante, examinando la evolución más reciente del comercio exterior, se observa que la significativa contracción registrada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, parece haberse moderado ligeramente en lo que se refiere a las exportaciones.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

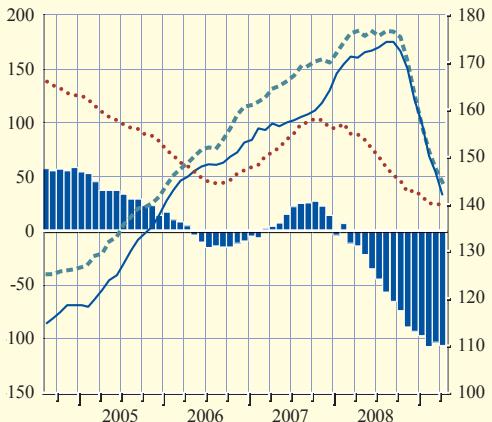
En el año transcurrido hasta abril del 2009, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente ascendió a 105,7 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden, aproximadamente, a un 1,2% del PIB, frente al déficit de 13,4 mm de euros contabilizado para el mismo período un año antes. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por un cambio de signo, de superávit a déficit, de la balanza de bienes, aunque también hay que tener en cuenta el descenso del superávit de la balanza de servicios y el incremento del déficit de la balanza de rentas. El deterioro del comercio de bienes hizo que el déficit de la balanza de bienes ascendiese a 11,8 mm de euros en el año transcurrido hasta abril del 2009, frente al superávit de 37,5 mm de euros registrado un año antes (véase gráfico 35).

Considerando la evolución más reciente, la significativa contracción observada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 parece haberse moderado ligeramente en lo que respecta a las exportaciones. En el período de

Gráfico 35 Balanza por cuenta corriente y balanza comercial de la zona del euro

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

- Balanza por cuenta corriente (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- Balanza comercial (datos acumulados de doce meses; escala izquierda)
- Exportaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)
- Importaciones de bienes y servicios (media móvil de tres meses; escala derecha)



Fuente: BCE.

tres meses transcurrido hasta abril del 2009, las exportaciones de bienes y servicios se han reducido un 7,6%, en términos nominales, en comparación con la caída del 10,7% experimentada en período de tres meses anterior. Esta moderación se debió, enteramente, a la evolución de las exportaciones de bienes, que, en los tres meses transcurridos hasta abril del 2009, experimentaron un descenso del 8,3%, casi tres puntos porcentuales menos que la caída registrada en el período de tres meses anterior. Al mismo tiempo, la evolución de las exportaciones de servicios compensó, en parte, la desaceleración de las exportaciones de bienes, debido a una contracción especialmente acusada en el mes de febrero. Por el contrario, las importaciones de bienes y servicios siguieron registrando descensos similares a los observados desde el cuarto trimestre del 2008, con una contracción del 9,6% en los tres meses transcurridos hasta abril del 2009 (véase cuadro 7).

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible para el primer trimestre del 2009, muestra que la caída de las importaciones en términos nominales se debió tanto a una contracción en términos reales como a un descenso de los precios de importación, en particular los de la energía

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2009 Mar	2009 Abr	Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Acumulado de 12 meses Período que finalizó en		
			2008 Jul	2008 Oct	2009 Ene	2009 Abr	2008 Abr	2009 Abr	
			mm de euros						
Cuenta corriente									
Bienes	-7,0	-5,9	-6,7	-8,1	-13,6	-6,9	-13,4	-105,7	
Exportaciones	-1,7	2,6	-0,8	0,2	-3,5	0,1	37,5	-11,8	
Importaciones	105,3	104,0	134,1	132,9	115,4	105,8	1.555,8	1.464,7	
Servicios	107,0	101,4	134,8	132,7	118,9	105,7	1.518,3	1.476,5	
Exportaciones	2,3	2,9	3,2	2,7	3,1	2,6	52,0	35,2	
Importaciones	38,6	38,9	41,5	42,4	41,1	38,7	501,9	491,1	
Rentas	36,3	36,0	38,3	39,6	37,9	36,1	450,0	455,9	
Transferencias corrientes	0,5	-2,7	-1,6	-2,7	-4,5	-1,9	9,7	-32,5	
	-8,0	-8,8	-7,5	-8,3	-8,7	-7,8	-93,3	-96,6	
Cuenta financiera¹									
Total inversiones directas y de cartera netas	57,8	2,8	34,2	36,8	30,2	19,1	67,5	360,8	
Inversiones directas netas	67,0	-7,3	14,1	60,8	-10,8	34,7	-40,3	296,3	
Inversiones de cartera netas	-18,9	-1,2	-10,7	-15,1	-30,6	-10,6	-171,0	-200,9	
Acciones y participaciones	85,9	-6,0	24,8	75,9	19,7	45,3	130,7	497,2	
Valores distintos de acciones	-1,4	-18,8	0,5	-17,1	-11,3	-5,9	86,0	-101,5	
Bonos y obligaciones	87,3	12,7	24,3	93,0	31,0	51,2	44,6	598,7	
Instrumentos del mercado monetario	75,8	-19,2	18,1	19,8	15,7	34,8	117,2	265,1	
	11,5	31,9	6,2	73,2	15,3	16,4	-72,6	333,7	
Variaciones porcentuales sobre el período anterior									
Bienes y servicios									
Exportaciones	-2,1	-0,7	-0,6	-0,2	-10,7	-7,6	8,3	-5,0	
Importaciones	-1,1	-4,2	1,3	-0,5	-9,0	-9,6	7,7	-1,8	
Bienes									
Exportaciones	-2,8	-1,2	-0,1	-0,9	-13,2	-8,3	7,7	-5,9	
Importaciones	-1,6	-5,3	1,4	-1,6	-10,4	-11,1	7,3	-2,8	
Servicios									
Exportaciones	0,4	0,9	-2,2	2,0	-3,1	-5,7	10,2	-2,2	
Importaciones	0,6	-0,9	0,9	3,5	-4,3	-4,7	9,4	1,3	

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

y los materiales y suministros industriales. Por el contrario, la fuerte desaceleración de las exportaciones de bienes tuvo su origen, casi exclusivamente, en un descenso en términos reales. Si bien la caída de la confianza y la demanda mundiales fueron el principal factor determinante del descenso de las exportaciones, el deterioro de la situación financiera a escala mundial desde septiembre del 2008 y el predominio de las cadenas de producción verticales, fragmentadas a nivel internacional, podrían haber contribuido de forma importante a agravar la situación.

La distribución geográfica del comercio de bienes de la zona del euro indica que, en el primer trimestre del 2009, las exportaciones a Asia y los países de la OPEP parecen haber repuntado ligeramente, mientras que las exportaciones al Reino Unido y Estados Unidos parecen haberse estabilizado en niveles bajos. No obstante, esta evolución positiva se contrarrestó con creces con la contracción de las exportaciones de la zona del euro al resto de Europa. Por categorías amplias de bienes, los descensos más significativos de las exportaciones en términos reales, en el primer trimestre del 2009, siguieron registrándose en los bienes de capital e intermedios, que se redujeron hasta niveles no observados desde el 2004. Las importaciones reales de bienes de capital e intermedios también experimentaron descensos particularmente acusados.

Por lo que respecta a los otros componentes de la balanza por cuenta corriente, el superávit de la balanza de servicios se redujo hasta 35,2 mm de euros en el año transcurrido hasta abril del 2009, desde los 52,0 mm de euros registrados un año antes. Durante el mismo período, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 9,7 mm de euros a 32,5 mm de euros, como resultado, en gran medida, del descenso de los ingresos por rentas de no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes también se incrementó ligeramente.

CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta abril del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 34,7 mm de euros, frente a las salidas netas de 10,8 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véase cuadro 7). Este cambio de signo de los flujos financieros tuvo su origen, principalmente, en la evolución de las inversiones de cartera, en las que se registró un incremento de las entradas netas de bonos y obligaciones de 15,7 mm de euros a 34,8 mm de euros. El principal factor determinante fueron las cuantiosas compras netas de bonos de la zona del euro realizadas por no residentes, que posiblemente se debieron, en parte, a una moderación de las preferencias de los inversores por activos más líquidos con plazos de vencimiento más cortos. De hecho, la inversión neta en instrumentos del mercado monetario se mantuvo, en gran medida, estable, registrándose una entrada neta de 16,4 mm de euros en el período de tres meses que concluyó en abril del 2009. Al mismo tiempo, la inversión en valores de renta variable registró salidas netas por importe de 5,9 mm de euros durante el mismo período, frente a las salidas netas de 11,3 mm de euros contabilizadas en los tres meses anteriores.

Por lo que respecta a las inversiones directas netas, tanto las inversiones directas de residentes en la zona del euro en el exterior como las inversiones directas extranjeras realizadas en la zona por no residentes repuntaron en los tres meses transcurridos hasta abril del 2009, posiblemente como consecuencia de las estrategias mundiales de consolidación de los mercados. Dado que las inversiones directas extranjeras realizadas en la zona del euro por no residentes aumentaron más que las realizadas en el exterior por residentes en la zona, las salidas netas de este tipo de inversiones se redujeron a 10,6 mm de euros durante el período considerado, desde los 30,6 mm de euros registrados en los tres meses anteriores.

Esta evolución contrasta con un considerable incremento a más largo plazo de las entradas netas registradas en el agregado de inversiones directas y de cartera que, en el período de doce meses transcurrido hasta abril del 2009, se elevaron a 296,3 mm de euros (frente a las salidas netas de 40,3 mm de euros en el mismo período del año anterior), principalmente como resultado de un incremento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase gráfico 36). La desagregación de las inversiones de cartera por grandes categorías de instrumentos indica que el principal factor determinante de esta evolución fueron las entradas netas registradas en el segmento del mercado monetario. Examinando las cifras con más detalle, se observa que las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro se incrementaron hasta 333,5 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril del 2009, frente a las salidas netas de 72,6 mm de euros contabilizadas un año antes. Es probable que esta situación tenga relación, principalmente, con el desarrollo de la dinámica de la crisis financiera. El elevado nivel de volatilidad de los mercados de capitales, el fuerte y, en general, excepcional alto grado de incertidumbre y las sombrías perspectivas de la economía mundial, habían inclinado las preferencias de los inversores no sólo a la búsqueda de calidad y seguridad, sino también de activos más líquidos con plazos de vencimiento más cortos.

Por último, la evolución de las inversiones directas durante el pasado año apunta a un aumento del sesgo nacional. Los flujos de inversiones directas se redujeron significativamente en el período de doce meses transcurridos hasta abril del 2009, tanto en el activo como en el pasivo, en comparación con el año anterior. Si bien las inversiones directas se moderaron tanto en el exterior como en la zona del euro, el descenso de la inversión neta de no residentes en la zona superó en cierta medida la contracción de la inversión de la zona del euro en el exterior, lo que se tradujo en unas salidas netas de este tipo de inversiones de 200,9 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta abril del 2009, frente a los 171 mm de euros contabilizados en el año anterior.

En el recuadro 6, se presentan, de forma sucinta, los principales factores determinantes de la evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro en el 2008.

Recuadro 6

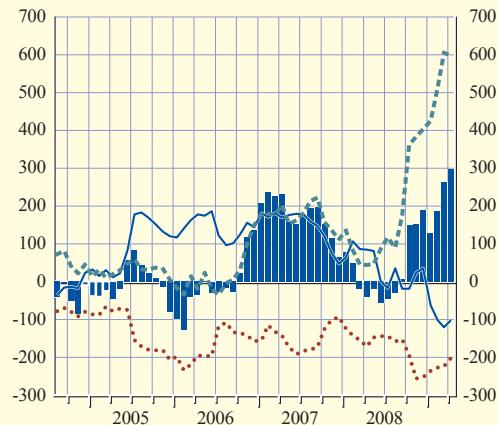
VARIACIONES DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2008

La posición de inversión internacional (p.i.i.) mide la posición acreedora o deudora neta de un grupo de países frente al resto del mundo y es la diferencia entre el saldo de los activos y los pasivos financieros, valorados a precios de mercado, al final de un período dado. Una variación de la p.i.i. puede

Gráfico 36 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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

█ Inversiones directas y de cartera netas
● Inversión extranjera directa neta
— Valores distintos de acciones (neto)
— Acciones y participaciones (neto)



Fuente: BCE.

tener su origen, principalmente, en dos factores: (i) flujos financieros netos (efecto «transacción»), que, en teoría, son la contrapartida de los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta de capital¹, y (ii) revalorizaciones como resultado de variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos y otros ajustes (efecto «otras variaciones»).

La posición deudora neta de la zona del euro ha venido aumentando de forma casi continua desde finales del 2000 (véase gráfico A). Según las estimaciones provisionales, la p.i.i. de la zona del euro registraba pasivos netos equivalentes al 18,6% del PIB a finales del 2008, frente al 13% observado un año antes.

En el período comprendido entre los años 2000 y 2007, el concepto «otras variaciones» fue el principal factor determinante de la evolución de la p.i.i. de la zona del euro, pues supuso, en promedio, alrededor de un 60% de las variaciones interanuales. Este efecto fue más pronunciado en el período comprendido entre los años 2002 y 2005, en el que las variaciones interanuales de la p.i.i. neta correspondieron, casi exclusivamente, al efecto «otras variaciones», con un papel dominante de las revalorizaciones derivadas de movimientos de los tipos de cambio. Sin embargo, más de la mitad del aumento de la posición deudora neta de la zona del euro frente al exterior en el 2008 tuvo su origen en transacciones financieras, ya que las compras netas de activos financieros de la zona del euro realizadas por no residentes fueron mucho mayores que las compras netas de activos financieros extranjeros por residentes en la zona. El impacto de las «otras variaciones» en la p.i.i. también fue significativo y contribuyó al aumento de la posición deudora neta.

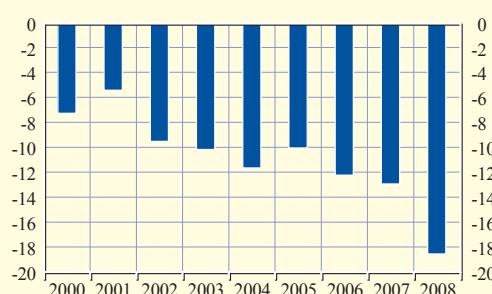
La desagregación de las transacciones financieras por tipo de instrumento (véase gráfico B) revela que la principal contribución a la evolución de la p.i.i. en el 2008 provino del aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en la zona del euro (439 mm de euros, es decir, un 4,7% del PIB). Ello refleja el efecto combinado de (i) las repatriaciones de fondos del exterior realizadas por residentes en la zona del euro y (ii) la continuidad de las inversiones de no residentes en la zona del

1 En la práctica, las distorsiones se reflejan en la partida de «errores y omisiones».

Gráfico A Posición de inversión internacional neta de la zona del euro

(porcentaje del PIB)

■ Posición de Inversión Internacional neta



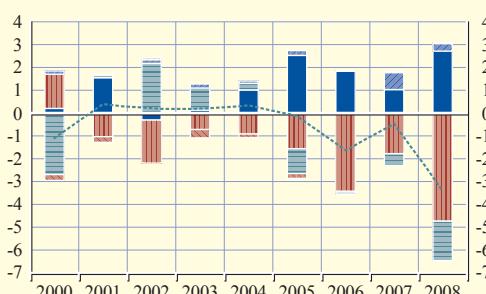
Fuente: BCE.

Gráfico B Desagregación de las transacciones financieras

(porcentaje del PIB)

■ Inversiones directas
■ Inversiones de cartera
■ Otras inversiones

■ Derivados financieros
■ Activos de reserva
■ Transacciones financieras



Fuente: BCE.

euro. Este último factor afectó sólo a los valores distintos de acciones y a los instrumentos del mercado monetario en particular. Al mismo tiempo, se registraron importantes ventas netas de valores de renta variable de la zona del euro. El notable incremento de las compras de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro por parte de no residentes refleja, principalmente, una tendencia mundial en las reestructuraciones de cartera hacia activos de mayor liquidez y plazos de vencimiento más cortos, asociada al aumento de la incertidumbre. También se produjeron ventas netas de valores de renta variable, tanto por parte de residentes en la zona del euro como de no residentes, lo cual es coherente con el cambio en las preferencias de los inversores a favor de los activos de menor riesgo en el contexto de una crisis financiera y de confianza. La rúbrica «otras inversiones» (que comprende, principalmente, depósitos y préstamos) también registró entradas netas positivas por importe de 160 mm de euros (1,7% del PIB), provenientes de las liquidaciones realizadas, de forma intensa, por las IFM residentes, en parte como resultado de sus actividades de desapalancamiento. Por el contrario, las inversiones directas contribuyeron positivamente a la evolución de la p.i.i. con una salida neta de 251 mm de euros (2,7% del PIB), en la medida en que las empresas de la zona del euro siguieron invirtiendo en el exterior.

Las estimaciones provisionales de la desagregación de las «otras variaciones» muestran que, habida cuenta de la composición por monedas de los activos y pasivos exteriores de la zona del euro, la apreciación del euro en términos efectivos nominales (3% para finales del año) contribuyó al incremento de la posición deudora neta en el 2008. No obstante, las revalorizaciones resultantes de las variaciones de los precios de los activos financieros compensaron, en parte, ese efecto. Ello puede explicarse, en cierta medida, por el hecho de que las pérdidas de capital experimentadas por los residentes de la zona del euro en los mercados bursátiles extranjeros, especialmente en los del Reino Unido y Estados Unidos, fueron menores que las pérdidas sufridas por los inversores extranjeros en los mercados de capitales de la zona del euro.

La magnitud del aumento de la posición deudora neta de la zona del euro en el 2008 debe interpretarse con cautela, ya que las cifras de la p.i.i. podrían revisarse una vez que se disponga de datos más completos a lo largo del año².

2 A título ilustrativo, téngase en cuenta que las entradas netas de valores en el 2008 son menos pronunciadas si se calculan utilizando la metodología de las cuentas de la zona del euro.

IMPACTO EN LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO DEL APOYO DE LOS GOBIERNOS AL SECTOR BANCARIO

A raíz de las turbulencias financieras que se intensificaron en septiembre del 2008, los Gobiernos de toda Europa reaccionaron con rapidez para estabilizar el sistema financiero. Muchos de ellos pusieron en marcha diversas medidas de rescate de entidades de crédito, encaminadas a restablecer la confianza en el sistema bancario y a mantener el flujo de crédito. Además, adoptaron medidas de estímulo fiscal orientadas a estabilizar la economía. En el presente artículo se analizan el impacto del apoyo del Gobierno al sector bancario en las finanzas públicas de la zona del euro y se comentan sus efectos sobre la sostenibilidad fiscal. En un contexto macroeconómico desfavorable, caracterizado por el aumento de las ratios de déficit y de deuda y por los riesgos presupuestarios que se analizan a continuación, es esencial que los Gobiernos suscriban un compromiso sólido y creíble respecto a la trayectoria de ajuste fiscal, que respete escrupulosamente lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así se mantendrá la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas y se respaldarán tanto la recuperación como el crecimiento económico a largo plazo.

I INTRODUCCIÓN

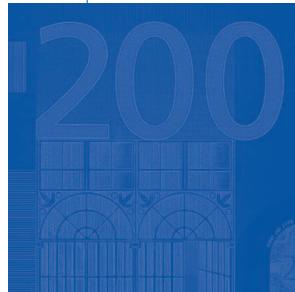
En las primeras etapas de la crisis financiera, se consideraba que las repercusiones en Europa se limitarían, en última instancia, a un número reducido de entidades de crédito¹, en particular, a las que dependieran de los mercados mayoristas para obtener financiación, o tenían inversiones en productos financieros estructurados o estructuras fuera de balance de gran envergadura. En septiembre del 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, se intensificó la crisis financiera y un número creciente de instituciones financieras europeas tuvieron problemas de liquidez, viéndose obligadas a realizar cuantiosos saneamientos de activos, con repercusiones negativas en su calidad crediticia. Para hacer frente a las turbulencias financieras, en la reunión del Consejo ECOFIN de 7 de octubre de 2008, los ministros de Economía y Hacienda de los Estados miembros de la UE acordaron unos principios rectores comunes para restablecer tanto la confianza en el sistema financiero como su adecuado funcionamiento. Se acordó que se adoptarían medidas de ámbito nacional para apoyar a instituciones financieras de importancia sistémica, en principio durante un período limitado y dentro de un marco coordinado, considerando, al mismo tiempo, los intereses de los contribuyentes. Tras la adopción de un plan europeo de acción concertada el 12 de octubre de 2008, los países de la zona del euro anunciaron la puesta en marcha de medidas (adicionales) de alcance nacional² para apoyar sus sistemas financieros y garantizar las condiciones de financiación apropiadas para la economía como

requisito previo para fomentar el crecimiento y el empleo.

En el presente artículo se analiza el impacto del apoyo de los Gobiernos al sector bancario en las finanzas públicas de la zona del euro y sus repercusiones sobre la sostenibilidad fiscal. Las operaciones de rescate de entidades de crédito han afectado a las finanzas públicas a través de su impacto directo en las cuentas de las Administraciones Públicas. Además de considerar la evolución del déficit y de la deuda, es necesario tener en cuenta los pasivos contingentes de las Administraciones Públicas originados por las numerosas garantías que han otorgado los Gobiernos. Al mismo tiempo, la evolución de los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro permite apreciar un cambio en las percepciones de los inversores respecto a la solvencia de los países. Una evaluación completa de las repercusiones del apoyo al sector financiero sobre las finanzas públicas exige, también, una consideración desde una perspectiva que tenga en cuenta la evolución futura. En particular, las estrategias de salida que los Gobiernos adopten una vez restablecidos la confian-

1 En el segundo semestre del 2007, IKB en Alemania y Northern Rock en el Reino Unido tuvieron que ser rescatados como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. IKB sufrió pérdidas debido a su exposición al segmento de alto riesgo del mercado hipotecario de Estados Unidos, mientras que Northern Rock tuvo dificultades para obtener financiación del mercado interbancario.

2 Entre finales de septiembre y finales de octubre del 2008, diez países de la zona del euro anunciaron planes de rescate bancario.



za en el sector financiero y su adecuado funcionamiento, su éxito en la recuperación de los costes fiscales y su determinación de volver a una situación presupuestaria saneada, determinarán el impacto a largo plazo sobre las finanzas públicas.

El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se examina someramente la experiencia de algunas crisis bancarias anteriores, centrando la atención en los instrumentos utilizados por los Gobiernos en sus intervenciones, y en su impacto en las finanzas públicas, teniendo en cuenta la recuperación de los costes fiscales iniciales. En la sección 3 se analiza el impacto, sobre las cuentas de las Administraciones Públicas, de las intervenciones de los Gobiernos de la zona del euro desde septiembre del 2008³. En la sección 4 se analiza la evolución de los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro observada desde la intensificación de la crisis financiera. En la sección 5 se valora el posible impacto sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la zona del euro. Las conclusiones se presentan en la sección 6.

2 COSTES FISCALES A MEDIO PLAZO DE ALGUNAS CRISIS BANCARIAS ANTERIORES

En esta sección se presenta una visión general⁴ de las características comunes a varias crisis bancarias del pasado y de las reacciones de los Gobiernos en la economías industrializadas. Las «crisis bancarias sistémicas» pueden definirse como períodos en los cuales tanto el sector financiero como el sector empresarial registran un gran número de impagos y en los que las instituciones financieras y las sociedades no financieras tienen grandes dificultades para cumplir sus obligaciones contractuales y rembolsar a tiempo su deuda. Como consecuencia, se produce un fuerte aumento de los créditos morosos y se agota todo o casi todo el capital del sistema bancario en su conjunto.

Desde la Segunda Guerra Mundial, este tipo de crisis han sido un fenómeno relativamente raro en los países desarrollados, en comparación con las economías en desarrollo o emergentes, en las que, con frecuencia, han venido acompañadas de crisis

monetarias o de deuda soberana. En general, las crisis bancarias en el pasado han tendido a ser de ámbito local y a guardar relación con desequilibrios específicos de los países en cuestión. A este respecto, hay que señalar que el reciente período de turbulencias financieras, por su alcance mundial, no tiene precedentes y esta característica limita las posibilidades de compararlo con episodios anteriores.

Las crisis bancarias se han producido, con frecuencia, tras la aplicación de políticas procíclicas y después de períodos de crecimiento excepcionalmente rápido del crédito. En algunos casos, los bancos asumieron riesgos excesivos (a menudo, en el mercado inmobiliario o bursátil) durante períodos de sólido crecimiento económico, que se materializaron cuando la economía se vio afectada por perturbaciones internas o externas. En otros casos, las crisis guardaron relación con la excesiva dependencia de las entidades de crédito de la financiación a corto plazo.

La intervención de los Gobiernos solía basarse en una combinación de medidas encaminadas a restablecer la confianza en el sistema financiero y a respaldar el flujo de crédito a la economía nacional, a fin de evitar una crisis crediticia. Normalmente, la primera línea de defensa consistía en un fondo de garantía o en una garantía de tipo general. La naturaleza de las garantías variaba dependiendo de la situación concreta del país. También se inyectó capital en instituciones

3 La fecha de cierre para la obtención de los datos que aparecen en el presente artículo fue el 29 de mayo de 2009.

4 Véanse análisis más detallados en G. Caprio y D. Klingebiel, «Bank Insolvencies: Cross-Country Experience», Policy Research Working Paper n.º 1620 del Banco Mundial, julio de 1996; L. Laeven y F. Valencia, «Systemic Banking Crises: A New Database», Working Paper 08/224 del FMI, noviembre del 2008; F. Eschenbach y L. Schuknecht, «The fiscal costs of financial instability revisited», Documento de trabajo n.º 191 del BCE, noviembre del 2002; L. Jonung, J. Kiander y P. Vartiainen, «The great financial crisis in Finland and Sweden: The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000», European Economy Papers n.º 350, diciembre del 2008 y L. Jonung, «The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful», European Economy Papers n.º 360, febrero del 2009; C. Reinhart y K. Rogoff, «The Aftermath of Financial Crises», NBER Working Paper n.º 14656, enero del 2009.

Cuadro 1 Costes fiscales de algunas crisis bancarias sistémicas

País	Fecha del comienzo de la crisis	Costes fiscales brutos (% del PIB)	Tasa de recuperación de los costes fiscales (% del PIB)	Tasa de recuperación de los costes fiscales (% de los costes fiscales brutos)
Finlandia	Septiembre 1991	12,8	1,7	13,3
Japón	Noviembre 1997	14,0	0,1	0,7
Noruega	Octubre 1991	2,7	2,1	77,8
Suecia	Septiembre 1991	3,6	3,4	94,4

Fuente: L. Laeven y F. Valencia (2008).

Notas: L. Laeven y F. Valencia (2008) identificaron la fecha de comienzo, basándose en su definición de crisis bancaria sistémica. Las ratios se estiman un período de cinco años después de producirse la crisis financiera.

con problemas de liquidez o de solvencia, y para restablecer las ratios de capital de las entidades de crédito. A cambio, las Administraciones Públicas participaban en el capital de dichas entidades mediante la adquisición de acciones o procedían directamente a su nacionalización. En algunos casos, los activos morosos de los bancos se eliminaban de los balances y se transferían a sociedades de gestión de activos, que, posteriormente, los volvían a vender. En el caso de las sociedades públicas de gestión de activos, el producto de la venta de los activos compensaba parcialmente los costes fiscales relacionados con las intervenciones de los Gobiernos.

Los costes fiscales estimados de la intervención directa de los Gobiernos en el sector bancario varían notablemente de unos estudios a otros, según la metodología que se utilice para calcularlos y de la definición de costes fiscales⁵. Algunos estudios sólo reconocen como coste fiscal el gasto de las Administraciones Públicas, mientras que en otros también se tienen en cuenta los efectos sobre los ingresos públicos. La literatura identifica tres causas principales a través de las cuales se pueden calcular los costes fiscales de la inestabilidad financiera⁶: (i) los costes directos del rescate (excluida o incluida la futura venta de los activos del sector financiero adquiridos por los Gobiernos; (ii) una pérdida de ingresos impositivos como resultado de la disminución de las plusvalías, el movimiento de activos y el consumo; y (iii) los efectos de segunda vuelta de las variaciones de los precios de los activos sobre la economía real y el componente cíclico del saldo presupuestario, así como sobre la carga financiera de la deuda pública. Estos costes fiscales

han de ponderarse frente a los beneficios económicos y sociales que trae consigo la estabilización del sector financiero.

En el cuadro 1 figuran los costes fiscales brutos estimados, así como las tasas de recuperación correspondientes a algunas crisis bancarias sistémicas que han sufrido en el pasado economías industrializadas (Finlandia, Japón, Noruega y Suecia), calculados utilizando las estimaciones disponibles⁷. Los costes fiscales brutos se estiman para el período de los cinco años siguientes a la aparición de la crisis financiera. Los costes fiscales más elevados se registraron en Japón (alrededor del 14% del PIB en los cinco años siguientes al inicio de la crisis), mientras que, en Noruega y Suecia, dichos costes fueron relativamente moderados (alrededor del 3%–4% del PIB).

Las tasas de recuperación que aparecen en la última columna del cuadro 1 indican el porcentaje de los costes fiscales brutos que las Administraciones Públicas pudieron recuperar, por ejemplo, con ingresos provenientes de la venta de los activos bancarios morosos o de las privatizaciones de entida-

5 Para estimar los costes fiscales pueden aplicarse dos enfoques. En el método de agregación se suman todas las medidas adoptadas por el Gobierno en relación con una crisis, aunque algunas de ellas son difíciles de cuantificar, especialmente si las aplican instituciones clasificadas fuera del sector de las Administraciones Públicas. Este enfoque es el que se aplicó en L. Laeven y F. Valencia (2008) op. cit. En el método de deducción se parte de la ratio de deuda pública en relación con el PIB observada antes de la crisis y se supone que cualquier variación de la ratio guarda relación con la crisis financiera. Este enfoque, que incluye también las variaciones de la deuda no relacionadas con la crisis, es el que se aplica en C. Reinhart y K. Rogoff (2009) op. cit.

6 Véase, por ejemplo, F. Eschenbach y L. Schuknecht (2007) op. cit.

7 Basado en L. Laeven y F. Valencia (2008) op. cit.

des de crédito. Las tasas de recuperación suelen variar significativamente de unos países a otros, dependiendo de las características propias del país en cuestión, tales como la modalidad de la intervención del Gobierno, la calidad de los activos del sector financiero adquiridos, la evolución de los tipos de cambio y la situación del mercado cuando el Gobierno vende los activos. Las estimaciones del FMI⁸ muestran que Suecia pudo alcanzar una tasa de recuperación del 94,4% de los gastos presupuestarios cinco años después de la crisis de 1991, mientras que Japón sólo había recobrado alrededor del 1% de dichos gastos cinco años después de la crisis de 1997. Sin embargo, para el 2008, la tasa de recuperación de Japón había aumentado hasta el 54%.

Los costes fiscales a medio plazo como consecuencia del apoyo al sector financiero dependían, en gran medida, de las estrategias de salida adoptadas por los Gobiernos para reducir su participación en el sistema financiero una vez normalizada la situación y de las tasas de recuperación obtenidas con la venta de los activos financieros. Las estrategias de salida pueden considerarse como programas integrales orientados a revertir las medidas correctoras adoptadas durante una crisis financiera. Al decidir qué estrategia se debe adoptar, las principales variables son el tiempo (es decir, la velocidad con la que el Gobierno se propone revertir esas medidas, por ejemplo, retirando las garantías y otras formas de respaldo público) y la escala (es decir, el grado en que el Gobierno desea volver a la situación existente antes de la crisis, por ejemplo, reduciendo la participación gubernamental en el sector bancario). En anteriores crisis bancarias, las estrategias de salida concretas raras veces se especificaron anticipadamente. Si se producía la nacionalización de una parte sustancial del sector bancario, o el Gobierno adquiría un gran volumen de activos, las tenencias gubernamentales de dichos activos se vendían una vez superada la crisis. Como demuestra la experiencia de Suecia⁹, los principales factores determinantes del éxito en la gestión de una crisis financiera son, entre otros, la rápida adopción de medidas de política económica, un marco jurídico e institucional apropiado para los procedimientos

de decisión, la total transparencia en la divulgación de la información por parte de las partes implicadas y una política de soluciones diferenciadas que reduzca al mínimo el riesgo moral, al obligar a los participantes del sector privado a absorber las pérdidas antes de que se produzca una intervención del Gobierno.

3 COSTES FISCALES DEL RESPALDO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA ZONA DEL EURO

El plan europeo de acción concertada para los países de la zona del euro adoptado el 12 de octubre de 2008 preparó el camino para un amplio esfuerzo coordinado a nivel de la UE que permita estabilizar el sistema financiero. Los Gobiernos prestaron su apoyo en forma de: (i) garantías públicas para los préstamos interbancarios y las nuevas emisiones de deuda de las entidades de crédito; (ii) recapitalización de las instituciones financieras en dificultades; (iii) elevación de las garantías otorgadas a los depositantes; y (iv) sistemas de adquisición de activos. Estas medidas de los Gobiernos complementaron el amplio apoyo en materia de liquidez prestado por el BCE, y, en general, se han puesto en marcha de acuerdo con las orientaciones específicas del BCE y de la Comisión Europea¹⁰.

3.1 PRINCIPIOS DE REGISTRO ESTADÍSTICO

El impacto del apoyo de los Gobiernos al sector bancario en las cuentas de las Administraciones Públicas se determina sobre la base de los princi-

8 Las estimaciones del FMI indican que las tasas medias de recuperación en las economías industrializadas se sitúan en torno al 55% y en ellas influye, entre otros factores, la solidez del marco de gestión de las finanzas públicas. Veáse más información en «The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis», FMI, 6 de marzo de 2009, p. 9.

9 Véase L. Jonung (2009), op. cit.

10 El BCE ha publicado las siguientes recomendaciones: (i) recomendaciones sobre garantías públicas para la deuda de las entidades de crédito (http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf); (ii) recomendaciones sobre el precio de las recapitalizaciones (www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf) y principios rectores de los planes de adquisición de activos (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf>).

pios de registro estadístico que se definen en el SEC95¹¹. Para garantizar que la elaboración de las estadísticas de deuda y déficit públicos se realiza de forma coherente y homogénea en todos los Estados miembros, Eurostat está desarrollando nuevas recomendaciones metodológicas sobre cómo registrar, basándose en el SEC95, las operaciones realizadas en respuesta a la crisis financiera. Como parte de ese proceso, Eurostat ha consultado al Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (CMFB, en sus siglas en inglés)¹² para determinar cómo deben aplicarse las normas contables.

El CMFB ha preparado una tipología de intervenciones y una serie de principios de registro. Aunque Eurostat no ha publicado todavía una decisión sobre los principios que habrán de aplicarse a las intervenciones, las opiniones formuladas por el CMFB ya han servido de orientación para la mayoría de los Estados miembros en la elaboración de los datos de deuda y déficit públicos declarados a Eurostat para los años 2005–2008 en la notificación efectuada en la primavera del 2009 en el marco del procedimiento de déficit excesivo. Sin embargo, no hay que descartar la posibilidad de que algunos Estados miembros tengan que revisar sus estadísticas de déficit y deuda una vez que Eurostat dé a conocer su decisión. A continuación, se presentan los principios establecidos para los diferentes tipos de intervención de los Gobiernos.

PRINCIPIOS GENERALES

1. Las garantías públicas representan pasivos contingentes y se registran fuera del balance en el marco del SEC95, a menos que se ejecuten o que haya una gran probabilidad de que sean ejecutadas. En el caso de la ejecución de una garantía, normalmente se registrará una transferencia de capital de las Administraciones Públicas que incrementará el déficit.
2. Las recapitalizaciones a través de adquisiciones de nuevas acciones a precios de mercado se registran como «operaciones financieras» sin impacto (inmediato) sobre el saldo presupuestario de las de las Administraciones Pú-

blicas. Si el precio de compra excede indiscutiblemente del precio de mercado, se registra una transferencia de capital por la diferencia, lo que afecta negativamente al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas. La compra de acciones bancarias no cotizadas (por ejemplo, acciones preferentes) se registra como operación financiera, siempre y cuando se espere que la operación produzca una tasa de rentabilidad suficiente conforme a las normas de ayudas públicas de la UE.

3. Los préstamos se registran como operaciones financieras, siempre y cuando la entidad financiera tenga una obligación contractual de pagar intereses y rembolsar el préstamo. Si existe evidencia documentada de que el reembolso (total o parcial) de los préstamos es muy improbable, se registrará una transferencia de capital de las Administraciones Públicas.
4. Las compras de activos suponen la adquisición de activos o préstamos deteriorados, cuyo valor de mercado es difícil de determinar. Las Administraciones Públicas pueden decidir la creación de un esquema de remoción de deuda, con el propósito de adquirir los activos o préstamos dañados. Si las Administraciones Públicas han pagado por los activos un precio superior al de mercado, habrá que registrar una transferencia de capital por la diferencia en el momento de la compra. Si no puede establecerse un precio de mercado o de subasta, podría considerarse como una buena aproximación del valor de mercado el valor contable del activo (basado en principios contables apropiados del sector) en un momento cercano al de la operación o, en su defecto, puede considerarse como una aproximación adecuada del valor de mercado una valoración independiente (basada en una técnica de mer-

11 El SEC95 se adoptó mediante Reglamento del Consejo (CE) n.º 2223/96, y puede consultarse en la siguiente dirección: <http://circa.europa.eu/irc/dsis/nfaccount/info/data/esa95/en/titelen.htm>.

12 El CMFB está integrado por representantes de la alta administración de los institutos nacionales de estadística y de los bancos centrales nacionales de los Estados Miembros de la UE, la Comisión Europea y el BCE. Véase también www.cmfb.org.

cado). Si el Gobierno vende el activo durante el año siguiente a la operación, y si se estima que el mercado sigue funcionando en condiciones similares a las observadas en el momento de la compra original, se puede imputar una transferencia de capital si el precio de venta es inferior al precio de compra original del activo.

5. Los canjes (*swaps*) de activos de valor equivalente y los acuerdos estándar de préstamo de valores sin garantía de efectivo se consideran, en principio, operaciones no incluidas en el balance, que no afectan ni a la deuda pública ni al déficit público.
6. Si el Gobierno acuerda cancelar la deuda de una institución financiera a la que ha otorgado un préstamo, o asume la deuda de una institución financiera, se registra una transferencia de capital que incrementa el déficit.
7. Las comisiones, dividendos o pagos de intereses que el Gobierno recibe de las entidades de crédito como resultado de sus intervenciones se registran como ingresos y mejoran el saldo presupuestario.

CLASIFICACIÓN DE LAS UNIDADES Y POSIBLE RECLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES

En algunos casos, las Administraciones Públicas han creado nuevas unidades para apoyar al sector financiero. Es importante determinar la apropiada clasificación por sectores de estas nuevas unidades. Si una de ellas se clasifica dentro del sector de Administraciones Públicas, su deuda incrementará la deuda pública.

Al establecer la clasificación por sectores de una unidad recién creada, el primer paso es determinar si se la debe considerar como una unidad institucional independiente. Para ello es necesario que la unidad en cuestión tenga autonomía de decisión respecto a su función principal de acuerdo con los criterios establecidos en el SEC95. No obstante, estos criterios están sujetos a interpretación, y el CMFB no ha expresado su preferencia por ninguna interpretación en concreto. Por otra parte, el

CMFB ha emitido una opinión en el sentido de que una nueva unidad institucional financiera que se considere como unidad institucional independiente y cuya participación en el capital corresponda principalmente a unidades institucionales no gubernamentales debe clasificarse, no obstante, dentro de las Administraciones Públicas, si éstas determinan previamente sus actividades y asumen todos o la mayoría de los riesgos asociados con la actividad del organismo en cuestión (por ejemplo, otorgando una garantía para toda o la mayor parte de la financiación de la entidad) o si la unidad proporciona, básicamente, bienes o servicios no de mercado que beneficien a la comunidad en su conjunto.

Las sociedades de titularidad pública no se incluyen en el sector de Administraciones Públicas en el SEC95. Sin embargo, si una empresa pública realiza una operación de rescate, esa operación sí puede registrarse en las cuentas de dicho sector. Es lo que ocurre si se considera que la operación se realiza «por cuenta de las administraciones públicas». El CMFB considera que esta reclasificación de las operaciones registradas sólo puede aplicarse en las condiciones especificadas en el SEC95 o si existe evidencia irrefutable (como una instrucción por escrito) de que las administraciones públicas han exigido a la empresa pública que realice las operaciones de rescate. Se considera que las operaciones de liquidez realizadas por los bancos centrales para preservar la estabilidad financiera entran dentro de sus competencias tradicionales y, por lo tanto, no afectan a las cuentas de las Administraciones Públicas.

3.2 IMPACTO SOBRE EL DÉFICIT Y LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

De conformidad con los principios de registro explicados en la Sección 3.1, se espera que las diversas medidas de apoyo al sector financiero sólo tengan un ligero impacto directo sobre los déficit públicos en el corto a medio plazo. El impacto directo sobre la deuda pública dependerá, en gran medida, de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas para sufragar las intervenciones. En el cuadro 2 se presenta una panorá-

mica de las intervenciones realizadas por los Gobiernos de la zona del euro en el 2008 y de las que se conocen hasta ahora para el 2009. Como resultado de esas intervenciones, se prevé que la deuda pública de la zona del euro se incremente en un total del 3,3% del PIB de aquí a finales del 2009. Los aumentos más notables podrían darse en Bélgica, Luxemburgo y los Países Bajos, con tasas del 7,4%, el 8,3% y el 18,2% del PIB, respectivamente.

Además del impacto directo sobre el déficit y la deuda, al valorar las repercusiones fiscales de estas intervenciones es necesario tener en cuenta los pasivos contingentes (por ejemplo, las garantías) de las Administraciones Públicas. Para finales del 2009, se prevé que los pasivos contingentes relacionados con las intervenciones asciendan, aproximadamente, al 7,5% del PIB (excluidas las garantías públicas otorgadas a los depositantes). Los riesgos fiscales potenciales son significativos para todos los países que han proporcionado un sistema de garantías. El gobierno de Irlanda ha contraído más pasivos contingentes que cualquier otro de la

zona del euro (alrededor del 215% del PIB, excluidas las garantías otorgadas a los depositantes).

4 IMPACTO SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA

Las intervenciones públicas en el sector bancario han permitido preservar la estabilidad del sistema financiero, si bien el éxito se ha logrado a expensas de asumir unos costes fiscales y unos riesgos de crédito sustanciales. De hecho, la evolución reciente de los rendimientos de la deuda pública en los países de la zona del euro apunta a un cambio en las percepciones de los inversores respecto a la solvencia de los países.

Entre finales de septiembre y finales de octubre del 2008, cuando muchos Gobiernos de la zona del euro anunciaron sustanciales planes de rescate para las entidades de crédito, se produjo un cambio adverso en el sentimiento de los mercados respecto a los prestatarios soberanos, lo que provocó un drástico aumento

Cuadro 2 Intervenciones acumuladas y su impacto fiscal en los países de la zona del euro

(2008–2009; en porcentaje del PIB del 2009)

	Tipos de inversión						Impacto fiscal			
	Garantías	Inyecciones de capital		Compra de activos	Cambio de activos/préstamos de activos	Asunciones de deuda/cancelaciones	Otras medidas	Deuda Pública	Pasivos contingentes de las AA.PP.	
		Adquisición de acciones	Préstamos						Proporcionados	Límite máximo
Bélgica	21,0	4,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	21,0	34,6
Alemania	6,3	1,3	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	2,9	6,3	18,7
Irlanda	214,8	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	214,8	242,0
Grecia	0,6	1,6	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	1,6	0,6	6,1
España	3,1	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	1,8	3,1	18,9
Francia	1,1	0,7	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	1,1	16,8
Italia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Chipre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Luxemburgo	12,8	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	12,8	—
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Países Bajos	5,0	6,5	7,6	3,9	0,0	0,0	0,2	18,2	5,0	35,0
Austria	6,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	6,6	27,8
Portugal	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	12,4
Eslovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	3,6	0,0	33,2
Eslovaquia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Finlandia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	28,1
Zona del Euro	7,5	1,3	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	3,3	7,5	19,9

Fuente: Eurosistema.

Notas: Datos observados a mediados de mayo de 2009. No se incluyen las garantías sobre depósitos al por menor.

de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana en los países de la zona del euro, mientras que las primas correspondientes a las instituciones financieras europeas (es decir, las que abarca el índice financiero iTraxx)¹³ comenzaron a bajar. Esta evolución puede apreciarse en el gráfico 1, que describe las variaciones acumuladas desde mediados de septiembre del 2008 en las primas medias de los CDS de deuda soberana a cinco años y en las primas correspondientes de las instituciones financieras europeas incluidas en el índice financiero iTraxx. Las barras verticales denotan las fechas en las que se anunciaron los planes de rescate. El gráfico muestra que, en el momento del anuncio, aumentaron las primas de los CDS de la deuda soberana, mientras que las de las instituciones financieras disminuyeron, de lo que se deduce que los planes de rescate de carácter general han atenuado, en cierta medida, el riesgo de crédito en el sector bancario y han dado lugar a una transferencia inmediata de dicho riesgo desde el sector financiero al sector público¹⁴.

DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA

Si bien todos los países de la zona del euro han registrado un aumento de las primas de los CDS de la deuda soberana, algunos se han visto más afectados que otros. Esta diferencia entre países se ha reflejado en la tendencia de los rendimientos de la deuda pública en relación con Alemania¹⁵. En el gráfico 2, se describen los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la mayoría de los países de la zona del euro entre enero del 2007 y mayo del 2009. Antes de la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008, los rendimientos de la deuda pública evolucionaron de forma muy paralela. Desde entonces, la evolución ha sido bastante diferenciada según los países y, hasta marzo del 2009, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública no han comenzado a reducirse de nuevo.

En comparación con enero del 2007, los rendimientos de la deuda pública a diez años se han reducido en cinco países (Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica y Finlandia), se han mantenido, prácticamente estables, en cuatro (Austria, España, Italia y Portugal) y han aumentado en dos (Grecia e Irlanda). De lo que se deduce que, aunque todos los países han anunciado planes de rescate de carácter ge-

neral para las entidades de crédito, los inversores han diferenciado unos países de otros, principalmente en razón de otros factores específicos de cada país¹⁶. Concretamente, la literatura sobre los determinantes de los diferenciales de rendimiento de la

13 Un CDS es un contrato en el que un «comprador de protección» satisface una prima periódica a un «vendedor de protección» y, a cambio, recibe un pago si la entidad de referencia (una empresa o un emisor público) experimenta un «evento de crédito», por ejemplo, la imposibilidad de realizar los pagos programados de intereses o amortización de instrumentos de deuda (normalmente deuda o préstamos). El índice financiero iTraxx contiene los diferenciales de CDS de 25 instituciones financieras europeas, incluidas algunas del Reino Unido y de Suiza.

14 Véase también el recuadro del Boletín Mensual de marzo del 2009 titulado «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?».

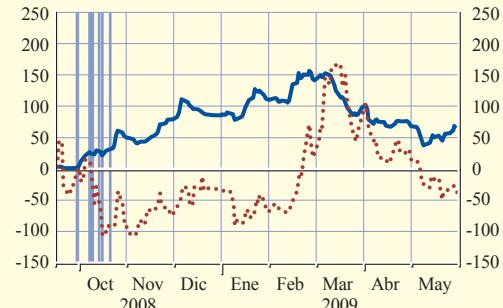
15 Los movimientos de los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos reflejan, principalmente, dos factores: el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito. Véase un análisis en profundidad del papel que desempeñan estos dos factores a la hora de explicar el aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro» publicado en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

16 El movimiento de los diferenciales de la deuda pública no se ha limitado a los países de la zona del euro. Las turbulencias financieras también han dado lugar, dentro de Estados Unidos, a un aumento de los diferenciales de la deuda de algunos Estados con respecto a los bonos del Tesoro.

Gráfico 1 Variaciones acumuladas de las primas medias de los CDS de la deuda soberana a cinco años de los países de la zona del euro e índice financiero iTraxx

(puntos básicos)

— Primas medias CDS de deuda soberana a cinco años
..... Índice financiero iTraxx



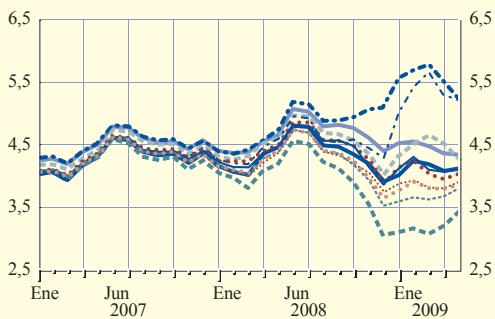
Fuentes: Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Las barras verticales indican las fechas en las que se anunciaron los planes de rescate bancario en los países de la zona del euro.

Gráfico 2 Rendimientos de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro

(medias mensuales; tasas de variación interanual)

AT	GR
BE	IE
DE	IT
ES	NL
FI	PT
FR	



Fuentes: Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

deuda a largo plazo demuestra que los fundamentos macroeconómicos y fiscales de un país afectan a la percepción de los inversores respecto a su solvencia y que, probablemente, influyen en la evolución de los mercados de deuda pública^{17,18}.

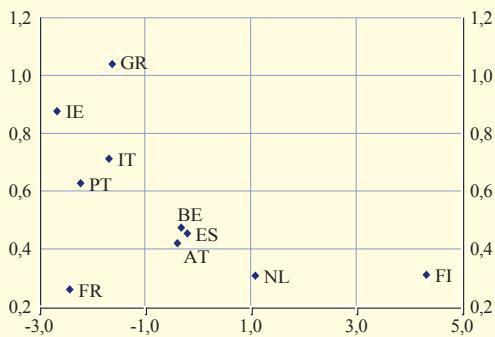
En el cuarto trimestre del 2008, las perspectivas de crecimiento económico se deterioraron y, como resultado, las perspectivas presupuestarias empeoraron rápidamente en todos los países de la zona del euro, reflejando el impacto de los estabilizadores automáticos, la contracción de los ingresos, el crecimiento subyacente del gasto y los planes discretionarios de estímulo fiscal adoptados en algunos países, así como el aumento de las ratios de deuda en relación con el PIB. Como consecuencia, varios países de la zona del euro registraron déficit presupuestarios por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Así pues, las perspectivas fiscales de cada país podrían haber llevado a los inversores a diferenciar en mayor medida entre los distintos prestatarios, exigiendo primas de riesgo más

Gráfico 3 Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro con respecto a Alemania y saldo presupuestario esperado en comparación con Alemania

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: saldo presupuestario medio esperado (% del PIB) en comparación con Alemania

Eje de ordenadas: diferenciales de rendimiento de la deuda pública con respecto a Alemania



Fuentes: Bloomberg, Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Para cada país, el saldo presupuestario medio esperado correspondiente a los años 2007, 2008 y 2009 se calcula utilizando las previsiones de la Comisión Europea disponibles en cada momento. Los datos sobre diferenciales de la deuda pública corresponden a la media entre el 31 de julio de 2007 y el 29 de mayo de 2009.

elevadas a los países que, a su juicio, eran especialmente vulnerables (véase el recuadro)¹⁹.

El gráfico 3 corrobora estos argumentos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países analizados respecto a

17 Además, las dimensiones del sector financiero en relación con el tamaño de la economía pueden afectar a la percepción de los inversores respecto a la vulnerabilidad de un país ante la crisis financiera. Un sector financiero grande puede ser indicativo de mayores disminuciones de los ingresos cuando se produce una caída del precio de los activos, así como de mayores costes fiscales iniciales derivados de las medidas de respaldo a los bancos.

18 Véase, por ejemplo, L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», Documento de Trabajo n.º 879 del BCE, marzo del 2008, y G. Caporale y G. Williams, «Long-term nominal interest rates and domestic fundamentals», Review of Financial Economics, vol. 11, pp. 119-130, 2002.

19 Las estimaciones del FMI indican también la importancia del efecto de las variables fiscales sobre los diferenciales de la deuda soberana durante la crisis actual. Desde septiembre del 2008, se ha observado que las variaciones de dichos diferenciales son sensibles a las variaciones proyectadas de la deuda, así como a la frecuencia de impagos prevista para la institución financiera media de un país. Véase el Informe del FMI, de la serie Regional Economic Outlook: Europe, correspondiente a mayo del 2009, titulado «Addressing the Crisis», p. 40.

Recuadro 1

FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA SOBERANA A LARGO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública con respecto a Alemania han aumentado de forma acusada desde septiembre del 2008 en la mayoría de los países de la zona del euro (véase gráfico 2 del texto principal). A continuación, se presenta un modelo empírico que tiene por objeto examinar los posibles factores determinantes de esta evolución durante el reciente período de turbulencias financieras.

Como se analiza en el Boletín Mensual de noviembre del 2008¹ y en la literatura académica², en la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo dependen, probablemente, de factores tales como la percepción de los inversores respecto al riesgo de crédito (reconocido, en particular, por la solidez relativa de la situación presupuestaria o de otros indicadores de solvencia), al riesgo de liquidez de los mercados (que puede relacionarse con el tamaño relativo de los mercados de deuda soberana) y al grado de aversión al riesgo que, a escala internacional, muestran los inversores (que, en momentos de mayor incertidumbre, podría ser más elevado para algunos países de la zona del euro que para otros). Además, dado el especial carácter del período de turbulencia financiera objeto de este análisis, los anuncios, por parte de los Gobiernos, de planes de rescate bancario de gran envergadura podrían explicar el aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en la zona del euro.

El modelo empírico que se presenta a continuación se utiliza para explicar la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de diez países³ de la zona del euro en relación con Alemania (*spread*).

$$spread_{it} = \alpha + \rho spread_{it-1} + \beta_1 ANN_{it} + \beta_2 FISC_{it} + \beta_3 IntlRisk_i + \beta_4 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

En este modelo, *ANN* denota los anuncios de planes de rescate bancario realizados por algunos Gobiernos de la zona del euro (la variable toma el valor 1 después de la fecha del anuncio y el valor 0 antes de esa fecha); *FISC* representa el saldo presupuestario esperado de las Administraciones Públicas y/o su deuda bruta como porcentaje del PIB en relación con Alemania en los próximos dos años, conforme a los datos que publica semestralmente la Comisión Europea; *IntlRisk* es una variable *proxy* de la aversión al riesgo de los inversores internacionales, medida por la diferencia entre el rendimiento de la renta fija privada estadounidense a diez años, de categoría AAA, y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos; *LIQ* es una variable que permite aproximar el grado de liquidez de los mercados de deuda pública de la zona del euro, medida por la cuantía de las emisiones brutas de deuda pública de un país con respecto a Alemania; ε_{it} es el residuo no explicado.

1 Véase el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro».

2 Véase, por ejemplo, L. Codogno, C. Favero y A. Missale, (2003), «Yield Spreads on EMU Government Bonds», *Economic Policy*, octubre, pp. 505-532; J. Lemmen y C. Goodhart, (1999) «Credit risks and European government bond markets: a panel data econometric analysis», *Eastern Economic Journal* 25, pp. 77-107; A. Geyer, S. Kossmeier, y S. Pichler (2004), «Measuring Systematic Risk in EMU Government Yield Spreads», *Review of Finance*, 8, p. 171; K. Bernoth, J. von Hagen y L. Schuknecht, (2004), «Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market», Documento de Trabajo n.º 369 del BCE; L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, (2008) «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», Documento de Trabajo n.º 879 del BCE; *OECD Economic Outlook*, marzo del 2009, Recuadro 3.2 titulado «What drives sovereign bond spreads in the euro area?»; *Regional Economic Outlook: Europe*, mayo del 2009, FMI, «Addressing the Crisis» p. 40.

3 Bélgica, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

En el cuadro se presentan los resultados de la estimación, utilizando datos diarios, así como medias mensuales para la variable dependiente⁴, para el período comprendido entre el 31 de julio de 2007 y el 25 de marzo de 2009.

Según este modelo, aparte de los elevados niveles de persistencia de los diferenciales de rendimiento diarios y mensuales de la deuda pública, la presencia de diferenciales más altos en los países de la zona del euro se explica, principalmente, por las ratios de déficit público y de deuda pública más altas esperadas, una mayor aversión al riesgo a escala internacional y por la menor liquidez de los mercados de deuda pública en relación con Alemania. Los anuncios de los planes de rescate bancario parecen haber incrementado, en promedio, el riesgo de endeudamiento público a largo plazo en comparación con Alemania.

Como conclusión, esta evidencia empírica indica que los Gobiernos de la zona del euro con expectativas más favorables respecto a su situación presupuestaria podrían beneficiarse de unos costes de endeudamiento relativamente más bajos en períodos de crisis, lo que les permite un mayor margen de maniobra en términos de costes adicionales de la emisión de deuda y de riesgos presupuestarios asumidos a través de las operaciones de rescate bancario, que han resultado cruciales para mantener la confianza en el sistema financiero y preservar su estabilidad.

Resultados de la estimación de panel dinámico de la variable dependiente *spreads*

Variables explicativas	Datos diarios	Datos mensuales
Spread (t-1)	0,9829***	0,9704***
Anuncio de los rescates bancarios	0,0046**	0,0582**
Saldo presupuestario esperado	-0,0007**	-
Deuda pública esperada	0,0001**	0,0008**
Aversión internacional al riesgo	0,0041***	0,0262*
Variable proxy de la liquidez	-0,0037***	-0,0233***
Constante	0,0024*	0,0074
Número de observaciones	4.212	196

Fuentes: Comisión Europea, Bloomberg, BCE y cálculos del BCE. Notas: La variable dependiente ($spread_t$) se expresa en puntos porcentuales. El cuadro muestra los coeficientes estimados y su nivel de significancia (*10%, **5%, ***1%). La técnica de estimación es mínimos cuadrados generalizados en presencia de autocorrelación AR(1) dentro de los paneles y heterocedasticidad entre paneles.

4 En la medida de lo posible, las variables explicativas se expresan también en frecuencia diaria y mensual. Los datos sobre el saldo presupuestario esperado y la deuda pública bruta esperada varían según la información publicada por la Comisión Europea (semestral, en la mayoría de los casos); los datos sobre liquidez son trimestrales. La corrección de los errores estándar estimados (mediante agrupación) para tener en cuenta las diversas frecuencias de los datos no altera las conclusiones.

Alemania se representan frente a los respectivos saldos presupuestarios esperados en relación con el de Alemania. El gráfico indica que los países que se prevé que tengan un saldo presupuestario menos favorable que el de Alemania han registrado diferenciales más grandes. Francia representa un valor atípico a este respecto, ya que sólo experimentó un ligero incremento de su diferencial en relación con Alemania, a pesar de registrar un saldo presupuestario más desfavorable. La explicación podría estar en la prima de liquidez relativamente más baja que ha de pagar Francia en comparación con otros países analizados.

IMPACTO SOBRE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Desde el punto de vista de las finanzas públicas, el aumento de los diferenciales de la deuda pública a largo plazo es motivo de preocupación, ya que puede indicar una menor voluntad, por parte de los inversores, de proporcionar financiación a largo plazo, y podría traducirse en un aumento de la carga financiera, dependiendo de la estructura de vencimientos tanto de la deuda viva como de las nuevas emisiones. En el gráfico 4 se describe la variación del nivel de los rendimientos de la deuda soberana para los plazos de uno, dos, cinco y diez años, desde enero del 2007 hasta mayo del 2009, para los países de la zona del euro sobre los que se dispone

de información. Como se observa en el gráfico, los rendimientos de la deuda pública a uno y dos años se han reducido sustancialmente en todos los países, mientras que la dirección del cambio en los rendimientos de la deuda a cinco y diez años no ha sido uniforme para todos los países. La reducción generalizada de los rendimientos de la deuda a corto plazo puede guardar relación, en parte, con la bajada de los tipos de interés oficiales. Además, la menor tolerancia al riesgo demostrada por los inversores respecto a los activos financieros privados podría haber favorecido la demanda de activos públicos, de rendimiento más bajo pero más seguros, en todos los plazos de vencimiento, teniendo en cuenta al mismo tiempo las diferencias entre unos países y otros en materia de solvencia. En un contexto de tipos de interés más bajos, los costes de endeudamiento se reducirían cuanto mayor sea el porcentaje de deuda que los Gobiernos puedan y deseen financiar a esos tipos.

5 EFECTOS SOBRE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

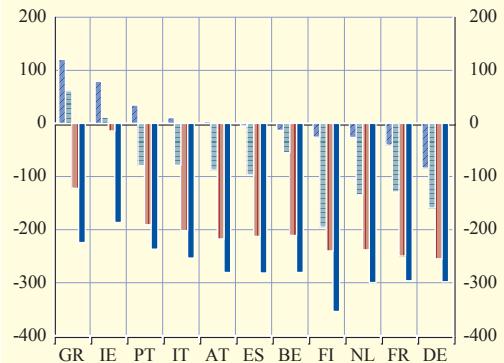
La sostenibilidad fiscal se define, en general, como la capacidad de un Gobierno para atender sus obligaciones de pago de la deuda en el largo plazo²⁰. Para ello es necesario que las políticas actuales satisfagan la restricción presupuestaria intertemporal, lo que implica que el valor actual descontado de los saldos primarios futuros (es decir, el saldo presupuestario, excluidos los pagos netos de intereses) sea, como mínimo, igual al saldo vivo de la deuda pública²¹.

En principio, la evolución de la ratio de deuda neta en relación con el PIB se ve afectada, principalmente, por tres factores: (i) la ratio de deuda actual, que representa el legado de las políticas fiscales del pasado; (ii) la ratio de saldo presupuestario primario; y (iii) la diferencia entre el tipo de interés (implícito) nominal y el crecimiento del PIB nominal. Si el tipo de interés nominal es más alto que la tasa de crecimiento del PIB nominal, se necesita un superávit presupuestario primario para mantener la ratio de deuda pública en su nivel actual (y uno aún más alto para reducirla). Además de estos factores, la ratio de deuda también puede aumentar como resul-

Gráfico 4 Variaciones de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro

(mayo del 2009 comparado con enero del 2007; medias mensuales; puntos básicos)

■ A un año
■ A dos años
■ A cinco año
■ A diez años



Fuentes: Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

tado de las operaciones que se registran «por debajo de la línea», es decir las operaciones financieras que no afectan al déficit público (como el ajuste entre saldos y flujos).

El apoyo de las Administraciones Públicas al sector bancario en forma de inyecciones de capital o de compras de activos realizadas a precio de mercado no afecta al déficit público, pero sí influiría en la ratio de deuda bruta si el Gobierno necesitara emitir nueva deuda para financiar la operación. No obstante, la ratio de deuda neta también aumentaría si el valor de los activos del sector financiero adquiridos por el Gobierno se redujera después de la compra. Según se indica en el cuadro 2, el incremento acumulado de la ratio de deuda pública a lo largo del 2008 y del 2009 como consecuencia de las inyecciones de capital y de las compras de activos en el sector bancario asciende hasta ahora al 3,3% del PIB, y es notablemente

20 Véase, por ejemplo, N. Giannarioli, C. Nickel, P. Rother y J.P. Vidal, «Assessing fiscal soundness – theory and practice», Documento Ocasional n.º 56 del BCE, marzo del 2007.

21 Véase el artículo titulado «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2007.

mayor en varios países de la zona del euro. De cara al futuro, no puede descartarse el riesgo de un nuevo aumento de la ratio de deuda, dada la posibilidad de que se proporcione ayuda adicional al sector bancario o de que se ejecuten las garantías otorgadas por el Gobierno, además de la incertidumbre respecto a la futura valoración de los activos del sector financiero adquiridos. Los costes fiscales de la ayuda al sector bancario podrían compensarse, en parte, con las comisiones, los dividendos y los intereses pagados por los bancos a las Administraciones Públicas a cambio de respaldo financiero. A medio plazo, los costes fiscales netos dependerán también del producto obtenido de la venta de los activos del sector financiero. Como se indica en la sección 2, la experiencia ha demostrado que las tasas de recuperación tienden a ser considerablemente inferiores al 100%.

La evolución de los rendimientos de la deuda pública podría tener sólo un efecto gradual sobre el tipo de interés (implícito) nominal de la deuda viva, ya que las variaciones de los tipos de interés sólo afectan al coste de la deuda nueva emitida y de la deuda a tipos de interés variables. Como se indicó anteriormente, en la mayor parte de los países de la zona del euro los tipos de interés de las nuevas emisiones de deuda pública han sido relativamente bajos, a pesar de que las condiciones de los mercados eran considerablemente más difíciles. De cara al futuro, a medida que se recupere la economía y aumente la competencia por la financiación, los Gobiernos tendrán que hacer frente, de nuevo, a rendimientos más elevados.

La crisis financiera también puede afectar a la sostenibilidad de las finanzas públicas debido a sus repercusiones en la economía real. El desfavorable entorno macroeconómico ha contribuido a un rápido aumento de los déficit primarios, que se ha traducido en una mayor acumulación de deuda. Dicho aumento de los déficit primarios se debe al funcionamiento de los estabilizadores automáticos y a la caída de los ingresos tributarios como consecuencia del menor crecimiento del PIB real, al crecimiento del gasto subyacente y a las medidas discretionales de estímulo fiscal adoptadas para hacer frente a la recesión económica. Un período

prolongado de bajo crecimiento del PIB real podría dar lugar a un nuevo aumento de la ratio de deuda en relación con el PIB. Además, habida cuenta del descenso del valor de los activos en los que se materializan las reservas de los sistemas de pensiones, tanto privados como públicos, podrían aumentar las presiones sobre las finanzas públicas para compensar estas pérdidas, lo que, a su vez, podría reducir los saldos primarios y aumentar los riesgos para la sostenibilidad fiscal. Por último, los cuantiosos pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población son, en este mismo sentido, una importante fuente de riesgo a más largo plazo²².

Las previsiones de la Comisión Europea de la primavera del 2009 apuntan a un acusado deterioro de las finanzas públicas de la zona del euro, proyectándose para las Administraciones Públicas un saldo de -5,3% del PIB en el 2009 y de -6,5% del PIB en el 2010, y una ratio de deuda del 77,7% y del 83,8%, del PIB, respectivamente. En el 2009 y el 2010, se prevé que trece de dieciséis países de la zona del euro contabilizarán un déficit presupuestario superior al valor de referencia del 3% del PIB. También se prevé que las ratios de deuda pública de la mayoría de los países de la zona aumenten rápidamente²³.

6 CONCLUSIÓN

Basándose en los principios de registro estadístico de las intervenciones públicas, el impacto que las medidas adoptadas por los Gobiernos para respaldar al sector bancario han tenido sobre el déficit público de la zona del euro ha sido, hasta ahora, limitado, mientras que el efecto sobre la deuda pública y los pasivos contingentes ha sido considerable y difiere notablemente entre unos países y

22 Según el «Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico», elaborado por la Comisión Europea y el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica, se prevé que la ratio de gasto público relacionado con el envejecimiento con respecto al PIB aumentará 5,2 puntos porcentuales en la zona del euro durante el período comprendido entre los años 2007 y 2060.

23 Para más información, véase la sección «Evolución de las finanzas públicas» en el Boletín Mensual de junio del 2009.

otros. Dado que no puede descartarse la posibilidad de que se produzcan nuevas intervenciones y que los riesgos derivados de los pasivos contingentes todavía podrían materializarse, es posible que, en el futuro, se observen efectos adicionales sobre los déficit y la deuda. No obstante los costes fiscales netos también dependen del producto que los Gobiernos obtengan en el futuro de la venta de los activos del sector financiero que hayan adquirido. Estos costes fiscales netos que tendrán que soportar los contribuyentes han de ponderarse frente a los beneficios económicos y sociales que conlleva la estabilización del sector financiero. Además, los Gobiernos tienen que hacer frente a grandes déficit como resultado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de la caída de los ingresos relacionada con el desfavorable entorno macroeconómico. Además, la situación presupuestaria se ha deteriorado como consecuencia del ritmo de crecimiento del gasto público y de las medidas discrecionales de estímulo fiscal encaminadas a respaldar la economía.

El análisis de la evolución de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro muestra que son varios los factores que afectan a la percepción de los inversores y que hay diferencias tanto geo-

gráficas como en los plazos de vencimiento. Aparte del impacto en los costes de endeudamiento de las Administraciones Públicas, que hasta ahora ha sido moderado, el resultado más importante es que, durante el período de intensificación de las turbulencias financieras, los mercados financieros realizaron la distinción entre los distintos países basándose cada vez más en sus percepciones respecto a la solvencia, que se determina, entre otros factores, por las diferencias en los fundamentos macroeconómicos y fiscales.

El impacto total del aumento de los déficit, la deuda y los pasivos contingentes de las Administraciones Públicas sobre la sostenibilidad fiscal se dejará sentir entre el medio y el largo plazo. En este contexto, es esencial que los Gobiernos suscriban un compromiso sólido y creíble con una trayectoria de ajuste fiscal que les permita sanear las finanzas públicas respetando escrupulosamente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así se preservará la sostenibilidad de las finanzas públicas y se respaldará la recuperación y el crecimiento económico a largo plazo. La credibilidad de esos compromisos de consolidación fiscal se verá reforzada si estos se inscriben en un marco de políticas nacionales orientado al medio plazo.

LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DESDE AGOSTO DEL 2007

ARTÍCULOS

La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007

Las turbulencias registradas en los mercados financieros han constituido hasta la fecha la prueba más importante de la capacidad de resistencia del marco operativo del Eurosistema. En este artículo se describe la aplicación de la política monetaria del Eurosistema en respuesta a las tensiones que se iniciaron en agosto del 2007 en los mercados financieros. En particular, se analizan detalladamente las modificaciones de los procedimientos de subasta y de la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes, así como sus efectos en el mercado monetario. También se presentan las modificaciones introducidas en el sistema de activos de garantía y las operaciones realizadas en cooperación con otros bancos centrales. Por último, se mencionan las medidas acordadas más recientemente: efectuar operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses; adquirir instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief denominados en euros y emitidos en la zona del euro; y admitir al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

En el artículo se mantiene que el diseño del marco operativo y las importantes modificaciones que se introdujeron en octubre del 2008 han desempeñado un papel fundamental para reducir el impacto de la falta de liquidez en el mercado sobre el funcionamiento de las instituciones financieras solventes. Además, se recalca que, durante el período en el que la crisis financiera era más profunda, el Eurosistema se convirtió en una fuente de liquidez de suma importancia para muchos bancos y asumió temporalmente una función más destacada como intermediario en el mercado monetario.

I INTRODUCCIÓN

Las turbulencias en los mercados financieros que se iniciaron a mediados del 2007 han constituido hasta la fecha la prueba más difícil para el marco operativo del Eurosistema. El mercado monetario de la zona del euro también se ha visto afectado, en ocasiones gravemente, por las tensiones registradas en los mercados financieros. El volumen de operaciones se redujo sustancialmente y los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos con garantías y sin garantías se elevaron hasta alcanzar niveles nunca vistos. Como consecuencia, mientras que los bancos con necesidades de liquidez no podían estar ya seguros de obtener financiación en el mercado interbancario, otras entidades de crédito mantenían importantes reservas de liquidez en sus cuentas corrientes en el banco central y hacían uso de la facilidad de depósito del Eurosistema. En cualquier caso, el buen funcionamiento del mercado monetario es de gran importancia para el Eurosistema, puesto que la formación de los tipos de interés en este mercado constituye el primer paso en la transmisión de la política monetaria a los mercados financieros y a la economía real. Si el mercado monetario no funciona adecuadamente, la transmisión de las variaciones de los

tipos de interés oficiales al sector real es más errática y menos predecible. Por otra parte, el desplome de este mercado podría poner en peligro la estabilidad financiera, pues instituciones solventes podrían pasar a ser insolventes debido al déficit de liquidez.

El marco operativo del Eurosistema se basa habitualmente en tres elementos principales: (1) la financiación del sector bancario mediante operaciones de mercado abierto; (2) las facilidades permanentes; y (3) las exigencias de reservas. En el período transcurrido hasta octubre del 2008, el BCE utilizó este marco para la gestión de la liquidez, cuyo objetivo es reconducir los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo hacia un nivel próximo al del tipo mínimo de puja que señala la orientación de la política monetaria del Eurosistema. Este tipo mínimo de puja se aplicó a las operaciones principales de financiación (OPF), que se llevaron a cabo en forma de subastas a tipo de interés variable con tipo mínimo de puja. Con estas operaciones, el BCE controló el coste marginal de financiación de los bancos. Para ello, el BCE decidió, esencialmente, el nivel adecuado de provisión de liquidez agregada para el sector bancario, que necesita la

liquidez del banco central para cumplir con sus exigencias de reservas y acomodar los cambios acaecidos en los factores autónomos. El BCE utilizaba el mercado monetario para distribuir esta liquidez entre los bancos a tipos de interés de mercado y para lograr el cumplimiento adecuado de las exigencias de reservas agregadas durante cada período de mantenimiento de reservas. Después de agosto del 2007, este enfoque se adaptó para tener en cuenta la mayor y más variable demanda de liquidez del sector bancario, pero no se modificó significativamente.

Con la intensificación de las turbulencias financieras, sobre todo en los meses cercanos al final del 2008, el mal funcionamiento del mercado monetario significaba que la formación de los tipos de interés a corto plazo no sólo dependía de la liquidez agregada neta, sino también de la distribución de la liquidez entre las distintas entidades de crédito y, por lo tanto, de las inyecciones brutas de liquidez del banco central. En este entorno, el Eurosistema tuvo que asumir también el papel de intermediario en el flujo de liquidez interbancaria, y modificó su marco operativo con el fin de facilitar dicho papel (sección 4).

En el marco del Eurosistema se exige a las entidades de crédito mantener un determinado nivel de reservas en sus cuentas corrientes en el banco central. Dado que esas exigencias sólo se han de cumplir en promedio durante cada período de mantenimiento (cuya duración aproximada es de un mes), en el período anterior al inicio de las turbulencias a los bancos les resultaba prácticamente indiferente el día en que mantenían reservas en el banco central: la liquidez en un día determinado era un sustituto casi perfecto de la liquidez durante otro día. De este modo, la demanda agregada de liquidez del banco central se suavizaba en el tiempo, lográndose así una estabilización automática de los tipos de interés del mercado monetario. Sin embargo, durante las turbulencias en los mercados financieros, el mal funcionamiento del mercado monetario entorpeció esta función estabilizadora.

Las entidades de contrapartida también tienen acceso a las facilidades permanentes del Eurosiste-

ma, es decir, pueden obtener financiación a un día de la facilidad marginal de crédito o colocar liquidez a un día en la facilidad de depósito. Estas facilidades permanentes proporcionan un límite superior e inferior para el tipo de interés a un día y ayudan, así, a contener su volatilidad.

Por último, en todas las operaciones de crédito del Eurosistema, incluidas las operaciones de mercado abierto y la utilización de la facilidad marginal de crédito, se exigen activos de garantía adecuados. Este concepto tiene dos facetas: en primer lugar, implica que el Eurosistema debe estar protegido frente a pérdidas en sus operaciones de crédito; en segundo lugar, exige que un amplio conjunto de entidades de contrapartida disponga de activos de garantía suficientes, de modo que puedan obtener del Eurosistema el volumen de liquidez necesario.

En el resto del artículo se comentarán los cambios que se introdujeron en la manera en que el Eurosistema efectúa sus operaciones en respuesta a las turbulencias observadas en los mercados financieros. En la sección 2 se describe la evolución del mercado monetario de la zona del euro desde que se iniciaron las tensiones en agosto del 2007. En la sección 3 se examinan brevemente las medidas adoptadas por el Eurosistema entre agosto del 2007 y septiembre del 2008¹. En la sección 4 se analizan las medidas adoptadas después de que la quiebra de Lehman Brothers desestabilizó aún más el mercado, y abarca el período hasta mayo del 2009². En la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 EL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA DEL EURO DESDE AGOSTO DEL 2007

El mercado monetario de la zona del euro se vio muy afectado por las tensiones que se originaron en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo el 9 de agosto de 2007, cuando los rumores

1 La mayor parte de las medidas adoptadas en este período en relación con la gestión de liquidez se trata de forma más detallada en el artículo titulado «Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», en el Boletín Mensual de mayo del 2008.

2 La fecha en que se cerró la recepción de datos es el 31 de mayo de 2009.

acerca de las grandes exposiciones que mantenían algunas entidades de crédito europeas influyeron en su capacidad de obtener liquidez en el mercado de dólares estadounidenses y provocaron, posteriormente, una pronunciada subida de los tipos de interés en el mercado monetario del euro. La actividad en los mercados monetarios disminuyó notablemente, sobre todo en el mercado de préstamos con vencimientos superiores a una semana, donde la actividad casi se detuvo por completo. Al mismo tiempo, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos con garantías y sin garantías en esos mercados se incrementaron significativamente. Si bien las medidas relativas a la gestión de la liquidez introducidas por el Eurosistema contrarrestaron la extrema volatilidad de los tipos de interés en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario (como se menciona en la sección 3), los tipos de interés del mercado de operaciones sin garantías a plazo siguieron siendo elevados. Por otra parte, se produjo un acusado desplazamiento en las operaciones hacia los préstamos a plazos más cortos, es decir, en lugar de prestar a largo plazo, las entidades de crédito renovaron los contratos de préstamo a corto plazo. Asimismo, se observó en el mercado monetario un desplazamiento desde el segmento de operaciones sin garantías al segmento de operaciones con garantías.

Los motivos principales por los que los bancos estaban menos dispuestos a contratar una operación de préstamo sin garantías en el mercado monetario parecían derivarse de su preocupación por la liquidez y la solvencia, consecuencia de la incertidumbre y de la información asimétrica. Por una parte, en épocas de elevada volatilidad, las entidades de crédito tienen dudas sobre sus propias necesidades de liquidez y sobre su capacidad futura de obtener financiación en el mercado³. Por otra parte, un elevado grado de incertidumbre sobre las exposiciones de los distintos bancos, agravado por las turbulencias en los mercados y por el correspondiente descenso del valor de los activos, arroja dudas sobre la solvencia de las entidades endeudadas y, por lo tanto, de su capacidad de devolver préstamos del mercado monetario. Si bien un banco central puede abordar el primer problema utilizando sus herramientas operativas, estas herramientas no puede

utilizarse para tratar directamente problemas relacionados con el riesgo de crédito.

Un indicador de las tensiones en los mercados monetarios es el diferencial entre el tipo de interés de los depósitos interbancarios sin garantías (por ejemplo, el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro – EURIBOR) para un vencimiento dado y el tipo *swap* indicado a un día (por ejemplo, el tipo *swap* del índice medio del tipo del euro a un día – EONIA *swap*) al vencimiento correspondiente. El tipo *swap* es el tipo de interés fijo que los bancos están dispuestos a pagar a cambio de recibir el tipo medio a un día hasta que venza el *swap*. Refleja la misma prima de riesgo de crédito y de liquidez que el tipo de interés a un día, para el que estas primas son, sin embargo, insignificantes. Por lo tanto, el tipo del EONIA *swap* es relativamente inmune a cambios en el riesgo de crédito o de liquidez. Así pues, el diferencial entre el tipo *swap* indicado a un día y el tipo de interés de los depósitos para un plazo determinado constituye una indicación del riesgo de crédito y de liquidez⁴. La misma idea se obtiene si se considera el diferencial entre los tipos de interés de las operaciones sin garantías y con garantías.

Si se utiliza este indicador se pueden reconocer algunos períodos de tensión especialmente grave en el mercado monetario de la zona del euro (véase gráfico 1). En primer lugar, la aparición de turbulencias financieras en el mercado monetario se puede identificar claramente como un desplazamiento del diferencial EURIBOR–EONIA *swap* desde un nivel cercano a 5 puntos básicos hasta más de 60 puntos básicos en agosto del 2007. En segundo lugar, desde abril del 2008 hasta septiembre del 2008 la práctica inmovilidad del diferencial refleja una estabilización de la situación de los mercados financieros, aunque los diferenciales siguen siendo considerables. La intensificación de las tensiones tras la quiebra de Lehman Brothers

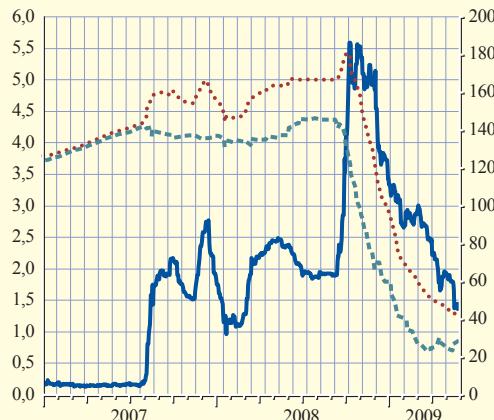
3 El tema de la preocupación acerca de la liquidez como fuente de ateroramiento de la misma se analiza en J. Eisenschmidt y J. Tapking (2009), «Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets» Working Paper del BCE n.º 1025.

4 Para una explicación más detallada, véase el recuadro titulado «El diferencial entre el tipo de depósito y el tipo *swap* como indicador de las tensiones en el mercado monetario», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Gráfico 1 Diferencial EURIBOR-EONIA swap

(en porcentaje; puntos básicos)

— Diferencial EURIBOR-EONIA swap a tres meses (escala derecha)
 EURIBOR a tres meses (escala izquierda)
 - - - EONIA swap a tres meses (escala izquierda)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

en septiembre del 2008 dio lugar a que los diferenciales alcanzaran un nivel sin precedentes, con un máximo por encima de los 180 puntos básicos. En el período inmediatamente posterior a este acontecimiento, los mercados financieros se encontraban en una situación de alerta extrema, pues la quiebra de un importante participante en el mercado aumentó el temor de que se produjeran más quiebras bancarias. La enorme preocupación sobre la salud financiera de otras instituciones financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa, agudizaron el temor de nuevas quiebras. El mercado monetario de la zona del euro quedó completamente paralizado a finales de septiembre del 2008, cuando los bancos pasaron a ser muy dependientes del Eurosistema para obtener financiación. En ese momento, el Eurosistema evitó una completa paralización del mercado monetario al modificar de forma enérgica su gestión de la liquidez, y el Consejo de Gobierno acometió una serie de recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, como muestra la tendencia a la baja de los tipos de interés que se presenta en el gráfico 1.

La modificación más importante fue la introducción de subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, lo que garantizaba a los bancos que podrían obtener del Eurosistema tanta liquidez como desearan al tipo de interés oficial, que estaba reduciéndose con rapidez, siempre que dispusieran de activos de garantía suficientes.

La importancia de las intervenciones del BCE desde octubre del 2008 puede calibrarse, entre otros factores, por el destacado papel desempeñado por el Eurosistema como intermediario en el mercado monetario, que se refleja en un fuerte incremento del recurso a la facilidad de depósito. Desde ese momento, como se analizará con detalle en la sección 4, el BCE ha satisfecho plenamente la demanda de liquidez del sector bancario, que surgió en una época de grandes tensiones.

Casi dos años después de que se iniciaran las turbulencias, el mercado monetario de la zona del euro seguía caracterizándose por un nivel de tensión excepcionalmente elevado. Las entidades de crédito continuaban temiendo que los riesgos y las pérdidas del sector no se hubieran puesto totalmente de manifiesto. Aunque en los primeros meses del 2009 las tensiones se habían atenuado, como puede observarse tanto en la reducción del diferencial EURIBOR-EONIA swap (véase gráfico 1) como en el descenso del suministro de liquidez del Eurosistema, la evidencia anecdótica sugiere que la actividad del mercado monetario en mayo del 2009 se encontraba aún muy por debajo de los niveles previos al inicio de las turbulencias. El mercado monetario a plazo y el segmento de operaciones sin garantías del mercado monetario seguían siendo los más afectados. Al mismo tiempo, no está claro si la actividad del mercado sin garantías se recuperará plenamente, ya que podría producirse en su lugar una tendencia estructural hacia los préstamos con garantías, especialmente en el caso de los vencimientos a plazo más largo. Ciertamente, en el caso de las operaciones de préstamo con garantías se observan ciertas señales de que en el 2008 se ha registrado un desplazamiento hacia vencimientos más largos, es decir, comprendidos entre uno y seis meses⁵.

⁵ Para un análisis más detallado, véase «Euro Money Market Study 2008», febrero del 2009, BCE.

3 MEDIDAS ADOPTADAS ENTRE AGOSTO DEL 2007 Y SEPTIEMBRE DEL 2008

MEDIDAS DE GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ

La respuesta inmediata del BCE a las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro que se manifestaron en agosto del 2007 fue el suministro temporal de liquidez adicional, con el fin de contrarrestar desviaciones excesivas de los tipos de interés a muy corto plazo con respecto al tipo de interés oficial. Esta inyección de liquidez inició un modelo diferente en cuanto al momento en que el Eurosistema proporciona financiación al sector bancario durante el período de mantenimiento de reservas. El BCE también hizo un uso más frecuente de las operaciones de ajuste. Como se ha mencionado ya, con anterioridad a agosto del 2007 el BCE había suministrado la liquidez de tal modo que permitía al sector bancario cumplir ordenadamente las reservas mínimas obligatorias en el transcurso de cada período de mantenimiento. Durante el primer año de turbulencias financieras, se modificó el modelo de adjudicación utilizado en las operaciones principales de financiación. En general, se suministraba más liquidez al comienzo de cada período de mantenimiento, mientras que durante el resto del período la financiación proporcionada se ajustaba gradualmente a la baja, de manera que hacia el final de cada período el exceso de liquidez de las entidades de crédito seguía siendo, al igual que antes de agosto del 2007, cercano, en promedio, a cero. En el gráfico 2 se ilustra cómo las entidades de contrapartida realizaban tal acumulación de reservas por anticipado. En períodos previos a las turbulencias financieras, el excedente de reservas diario de las entidades de crédito era bastante estable y cercano a su media durante todo el período de mantenimiento. En la primera etapa de las turbulencias, entre agosto del 2007 y septiembre del 2008, su nivel se situaba por encima de las exigencias de reservas al comienzo de un período de mantenimiento típico, pero por debajo de las exigencias hacia el final de dicho período. La oferta de liquidez agregada se mantuvo sin cambios a lo largo del tiempo.

Gráfico 2 Excedente/déficit de reservas medias diarias

(mm de euros)

— Excedente/déficit de reservas medias diarias durante las turbulencias
···· Excedente/déficit de reservas medias diarias antes de las turbulencias



Fuente: BCE.

Nota: La serie de excedente/déficit de reservas medias diarias durante las turbulencias muestra la media de siete períodos de mantenimiento de 28 días entre agosto del 2007 y septiembre del 2008, mientras que la serie de excedente/déficit de reservas medias diarias antes de las turbulencias muestra la media de cuatro períodos de mantenimiento de 28 días entre abril y agosto del 2007.

Con esta medida, el BCE logró evitar desviaciones excesivas de los tipos de interés a corto plazo con respecto al tipo mínimo de puja. Entre el 7 de agosto de 2007 y el 12 de septiembre de 2008 (el último día de negociación antes del anuncio de la quiebra de Lehman Brothers), la media del EONIA estaba sólo 0,7 puntos básicos por encima del tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación. Al mismo tiempo, este diferencial mostraba un nivel de volatilidad más elevado que antes: la desviación típica durante este período fue de 12 puntos básicos, lo que duplica la desviación observada en el año hasta agosto del 2007. El alto grado de variabilidad fue consecuencia del entorno inestable existente en los mercados financieros (que se caracterizaba por oleadas sucesivas de tensión) y de las dificultades correspondientes a las que se enfrentaba el BCE a la hora de estimar las necesidades de liquidez del sector bancario.

Como segunda medida, en agosto del 2007 el Eurosistema empezó a realizar operaciones de

financiación a plazo más largo complementarias con vencimiento a tres meses, y más tarde también a seis meses. A finales de octubre del 2008, ambos tipos de operaciones se estaban efectuando regularmente en cada período de mantenimiento, y, tomadas en su conjunto, las operaciones a plazo más largo proporcionaron más de 600 mm de euros de financiación al sector bancario. Como consecuencia, el porcentaje de la financiación a plazo más largo (es decir, todas las operaciones de financiación con vencimiento de tres y seis meses) en el total de financiación casi se duplicó, desde un 33%, en promedio, en el primer semestre del 2007 hasta un 61% en el primer semestre del 2008. Así pues, el vencimiento medio de la financiación proporcionada al sector bancario se elevó sustancialmente.

El final del año 2007 resultó ser un período especialmente difícil. Las tensiones habituales en los mercados monetarios a finales de año se exacerbaron en los últimos días del 2007. En un entorno de incertidumbre extrema sobre los riesgos de crédito individuales y sobre la situación general de los mercados, el BCE tranquilizó a los participantes en el mercado en lo que respecta a su disposición a suministrar abundante liquidez, sobre todo efectuando una operación principal de financiación especial con vencimiento a dos semanas, que incluía la Navidad y el fin de año, en la cual se comprometió a cubrir totalmente todas las peticiones realizadas por encima de un tipo de interés determinado.

En el primer semestre del 2008, la situación en los mercados monetarios mejoró ligeramente. La política del BCE de suministrar liquidez por anticipado resultó ser eficaz para reconducir los tipos de interés del mercado monetario hacia un nivel próximo al del tipo mínimo de puja, sin aumentar la oferta de liquidez al sector bancario. Esta política se modificó en el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers, cuando el Eurosistema tuvo que utilizar medidas de gestión de la liquidez no convencionales, con el fin de estabilizar el mercado monetario, como se comentará en la sección siguiente.

MEDIDAS ADOPTADAS EN COOPERACIÓN CON OTROS BANCOS CENTRALES

En respuesta a un aumento significativo de las dificultades que afrontaban las entidades de crédito de la zona del euro para acceder a la financiación en dólares estadounidenses a través tanto del mercado de operaciones sin garantías en dólares estadounidenses como en el mercado de *swaps* de divisas, en diciembre del 2007 el BCE inició (en cooperación con la Reserva Federal y con otros importantes bancos centrales) operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a cambio de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, en conexión con la operación de financiación a plazo en dólares (*term auction facility* – TAF) de la Reserva Federal. La Reserva Federal facilitó dólares estadounidenses al BCE mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*), y el Eurosistema transfirió estos dólares a sus entidades de contrapartida mediante operaciones de cesión temporal. En un primer momento, se proporcionó un volumen total de 20 mm de dólares estadounidenses al sector bancario de la zona del euro mediante operaciones con vencimiento a 28 días que se realizaron en forma de subastas a tipo de interés fijo con un sistema de valoración común aplicado por todos los bancos centrales que utilizaban la línea *swap* en dólares estadounidenses de la Reserva Federal. Cuando amainaron las tensiones a comienzos del 2008, las operaciones se suspendieron temporalmente, pero se reanudaron en marzo del mismo año, cuando las presiones de liquidez en los mercados de financiación volvieron a intensificarse tras el derrumbe de Bear Stearns. En julio del 2008, esta medida se reforzó con el fin de acomodar mejor las necesidades de financiación en dólares estadounidenses de las entidades de crédito de la zona del euro. Por lo tanto, las operaciones a 28 días se complementaron con operaciones a 84 días dentro del TAF, aunque, en ese momento, no se modificó el volumen de financiación en dólares estadounidenses, que ascendía a 50 mm de dólares. En septiembre del 2008, un período en el que se agudizaron las tensiones en los mercados, también se introdujeron subastas diarias a un día a tipo de interés variable y se elevó de nuevo el volumen.

4 MEDIDAS ADOPTADAS ENTRE SEPTIEMBRE DEL 2008 Y MAYO DEL 2009

El gran deterioro de los mercados monetarios del euro que se inició en septiembre del 2008 tuvo consecuencias importantes en el suministro de financiación al sector bancario de la zona del euro por parte del Eurosistema. En primer lugar, en las operaciones de mercado abierto los tipos de interés de las subastas aumentaron hasta situarse en niveles sin precedentes. En segundo lugar, las entidades de crédito ampliaron notablemente su recurso a las facilidades permanentes del BCE. En septiembre y octubre del 2008, el Eurosistema reaccionó anunciando nuevas medidas.

29 DE SEPTIEMBRE DE 2008: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO ESPECIAL

El 29 de septiembre se anunció la introducción de una operación de financiación a un plazo especial de 38 días. El importe total de las pujas ascendió a 141 mm de euros y se adjudicaron 120 mm de euros. A su vencimiento, esta operación fue sustituida por una serie operaciones cuyo vencimiento era igual a la duración de un período de mantenimiento.

8 DE OCTUBRE DE 2008: PROCEDIMIENTO DE SUBASTA A TIPO DE INTERÉS FIJO CON ADJUDICACIÓN PLENA Y REDUCCIÓN DE LA BANDA

El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió modificar el procedimiento de subasta utilizado en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo, así como reducir simétricamente a la mitad la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes.

La paralización de los mercados monetarios a finales de septiembre del 2008 dio lugar a que las entidades de crédito pasaran a ser extremadamente dependientes del Eurosistema para obtener financiación. Esta dependencia puede deducirse de los notables incrementos registrados en los tipos interés que las entidades estaban dispuestas a pagar en las operaciones de mercado abierto del

Gráfico 3 Diferencial en las subastas

(en puntos básicos)



Fuente: BCE.

BCE (véase gráfico 3). En este contexto, el Eurosistema consideró esencial garantizar que todos los bancos que lo necesitaran recibieran directamente abundante liquidez, dado que el mecanismo habitual empleado para distribuir la liquidez agregada a través del mercado monetario atravesaba graves dificultades. Por otra parte, el Eurosistema deseaba eliminar la incertidumbre relativa al volumen de liquidez asignado a cada entidad de crédito. Debido al racionamiento que se produce inevitablemente en la subasta a tipo de interés variable, una contrapartida nunca puede estar, a priori, completamente segura de la liquidez que obtendrá en la subasta.

Con anterioridad a las turbulencias financieras, la incertidumbre en cuanto a la adjudicación y a sus consecuencias era limitada. El tipo marginal de las operaciones principales de financiación era predecible, porque solía ser bastante estable a lo largo del tiempo. Por otra parte, las entidades de crédito que pujaban a tipos de interés demasiado bajos podían compensar fácilmente en el mercado interbancario cualquier falta de fondos. No obstante, durante el período de turbulencias en los mercados financieros, estos factores se modificaron: en primer lugar, el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación (es decir, el tipo de puja más bajo de la subasta al que se obtiene

liquidez) mostraba un elevado grado de volatilidad y resultaba difícil de predecir; en segundo lugar, los bancos tuvieron que hacer frente a una elevada incertidumbre en lo que respecta a si podrían obtener liquidez en el mercado interbancario, dada la renuencia general de las entidades a prestarse entre sí. Esto produjo un efecto espiral por el cual las entidades de contrapartida pujaban en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo a tipos cada vez más elevados. El diferencial entre el tipo marginal y el tipo mínimo de pujas de las operaciones principales de financiación, que en períodos anteriores a las turbulencias se había situado habitualmente en torno a 7 puntos básicos, comenzó a ampliarse cuando se iniciaron las turbulencias en agosto del 2007, y fluctuó durante un año entre 3 y 27 puntos básicos. No obstante, a mediados de septiembre del 2008 el tipo marginal se elevó por encima de los 40 puntos básicos, y el tipo medio de las operaciones principales de financiación incluso se situó más de 70 puntos básicos por encima del tipo mínimo de pujas.

En este contexto, el Consejo de Gobierno anunció el 8 de octubre 2008 el cambio, a partir del 15 de octubre 2008, a un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación, en el que las pujas presentadas por los bancos serían satisfechas plenamente al tipo fijo de la operación principal de financiación.

La segunda medida que se anunció el 8 de octubre 2008 fue la reducción de la banda que determinan los tipos interés de las dos facilidades permanentes en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Desde principios de 1999, la banda había sido simétrica en torno al tipo mínimo de pujas, con una amplitud de 200 puntos básicos. Por consiguiente, si bien las entidades de contrapartida podían obtener en cualquier momento financiación a un día o depositar, también a un día, el exceso de liquidez en el Eurosistema, en caso de hacerlo se les aplicaba una penalización de 100 puntos básicos con respecto al tipo de la operación principal de financiación. Al intensificarse las turbulencias, se tuvo que reconocer que la capacidad

de las entidades de crédito —incluso de las solventes— para obtener financiación en el mercado interbancario había disminuido y que el recurso a las facilidades permanentes era cada vez más importante para ellas. Ciertamente, en la primera semana de octubre el recurso medio diario a la facilidad marginal de crédito ascendió a 21 mm de euros, frente a menos de 0,5 mm de euros en el período comprendido entre enero y agosto del 2008. Durante ese período, el recurso medio diario a la facilidad de depósito pasó de 1,5 mm de euros a 43 mm de euros. Aunque este último incremento fue principalmente el resultado directo de la holgada situación de liquidez existente a comienzos de octubre, el primer aumento se debió a las mayores dificultades experimentadas por las entidades de crédito para obtener financiación en el mercado interbancario.

Con el fin de alinear el coste de financiación de las entidades de crédito con el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, el Consejo de Gobierno decidió reducir simétricamente la banda a 100 puntos básicos. Por lo tanto, a partir del 9 de octubre de 2008, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se fijaron, respectivamente, 50 puntos básicos por encima y por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (véase gráfico 4).

13 Y 15 DE OCTUBRE DE 2008: AMPLIACIÓN DE LA LISTA DE ACTIVOS DE GARANTÍA Y MEJORA DE LA PROVISIÓN DE LIQUIDEZ

El 13 y el 15 de octubre de 2008, el Consejo de Gobierno acordó complementar las medidas anunciadas una semana antes con otro conjunto de medidas. Estas medidas afectaban a la lista de activos de garantía aceptados en las operaciones del Eurosistema, a las modalidades de subasta de las operaciones de financiación a plazo más largo y de las operaciones en dólares estadounidenses, y a otras operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos.

Como el Eurosistema ha aceptado siempre una amplia gama de activos de garantía, su disponibilidad

Gráfico 4 Tipos de interés oficiales del BCE y EONIA

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

no supuso ninguna dificultad durante la mayor parte del 2008. Para asegurarse de que no constituyera un problema tras la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el primer componente de las medidas anunciadas el 15 de octubre fue una ampliación temporal de la lista de activos aceptados como garantía.

A partir del 22 de octubre, la calificación de los activos negociables y no negociables se redujo de «A-» a «BBB-», salvo en el caso de los bonos de titulización de activos, para los que se mantuvo la calificación «A-». Desde esa misma fecha, el Eurosistema acepta instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que no cotizan en mercados regulados, pero que se negocian en determinados mercados no regulados aceptados por el BCE. Además, los instrumentos de renta fija subordinados, que estén protegidos por una garantía aceptable y que cumplan los demás criterios de selección, también pueden utilizarse como activos de garantía. Desde el 14 de noviembre, el Eurosistema acepta, asimismo, instrumentos de renta fija negociables emitidos en la zona del euro y denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes japoneses, siempre que el emisor esté radicado en el Espacio Económico Europeo.

Para cumplir su obligación legal de garantizar que su balance siga estando protegido frente a riesgos financieros, el BCE aplicó medidas específicas de control de riesgos, como un recorte adicional a esos activos.

Los activos negociables añadidos a finales del 2008 a la lista de activos de garantía supusieron un volumen cercano a los 870 mm de euros, en torno al 7% del volumen total de activos negociables admitidos. Estos activos constituyan alrededor del 3% del total de activos de garantía negociables aportados por las entidades de contrapartida. Además, un volumen significativo de activos no negociables, principalmente créditos (es decir, préstamos bancarios), pasaron a ser aceptados cuando se rebajó la calificación a «BBB-».

Como segundo componente de las medidas anunciadas el 15 de octubre, el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, que ya se aplicaba en las operaciones principales de financiación, pasó también a utilizarse, con efectos a partir del 30 de octubre, en todas las operaciones de financiación a plazo más largo, incluidas las operaciones regulares y las complementarias, así como las operaciones de financiación a plazo especial con vencimiento de un período de mantenimiento. Durante el período comprendido entre octubre del 2008 y mayo del 2009, el tipo de interés fijo aplicado a todas las operaciones de financiación a plazo más largo fue igual al tipo de las operaciones principales de financiación, pero el Eurosistema retuvo la opción de aplicar un diferencial a este tipo en una etapa posterior. La utilización del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de mercado abierto fue fundamental para disipar cualquier duda sobre la continuidad de la provisión de financiación a plazo más largo al sector bancario de la zona del euro y para mantener las ratios de liquidez en un momento en el que el mercado monetario a plazo atravesaba graves dificultades.

Por último, otras dos medidas anunciadas a mediados de octubre guardaban relación con la inyección de liquidez en divisas y formaban parte de un esfuerzo coordinado de los principales bancos centrales

para mitigar las tensiones de financiación existentes en los mercados interbancarios de esas divisas.

El 13 de octubre se adoptó el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para las operaciones en dólares estadounidenses. Entre diciembre del 2007 y mayo del 2009, se llevaron a cabo 114 operaciones de inyección de liquidez en dólares, mediante distintos procedimientos. Como se muestra en el gráfico 5, el importe en dólares estadounidenses proporcionado por el BCE alcanzó su máximo a comienzos de diciembre del 2008, con 293 mm de dólares, y descendió posteriormente hasta situarse en torno a 100 mm de dólares a finales de mayo del 2009. Este patrón está en línea con la liquidez total en dólares estadounidenses facilitada por la Reserva Federal a los bancos centrales de todo el mundo mediante sus líneas *swap* (en promedio, el BCE representaba en torno al 50% de estas líneas *swap*) y refleja la reducción de las tensiones relativas a la financiación en dólares estadounidenses después de que finalizara el año 2008.

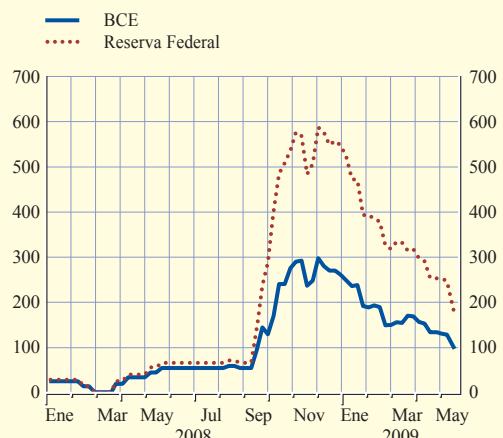
El 15 de octubre, el BCE y el banco nacional de Suiza anunciaron conjuntamente que comenzarían a proporcionar liquidez en francos suizos a sus contrapartidas mediante operaciones de *swaps* de divisas EUR/CHF. Esta medida pretendía contrarrestar la presión al alza sobre los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en francos suizos y satisfacer las necesidades de financiación de las entidades de la zona del euro en esa moneda. Desde entonces, el Eurosistema ha ofrecido semanalmente *swaps* de divisas EUR/CHF a una semana por importes que pasaron de 20 mm de euros a 25 mm de euros en febrero del 2009. Además, a finales del 2008 llevó a cabo cuatro operaciones con vencimiento a 84 días por importes máximos de 5 mm de euros por operación. A finales de mayo del 2009 se habían realizado un total de 36 operaciones de inyección de liquidez en francos suizos.

IMPACTO DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS EN OCTUBRE DEL 2008 SOBRE EL MERCADO MONETARIO Y EL PAPEL DEL EUROSISTEMA

Mediante las subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena utilizadas tanto en las opera-

Gráfico 5 Financiación en dólares estadounidenses proporcionada por el BCE y la Reserva Federal mediante líneas *swap* de los bancos centrales

(saldos vivos en mm de dólares estadounidenses)

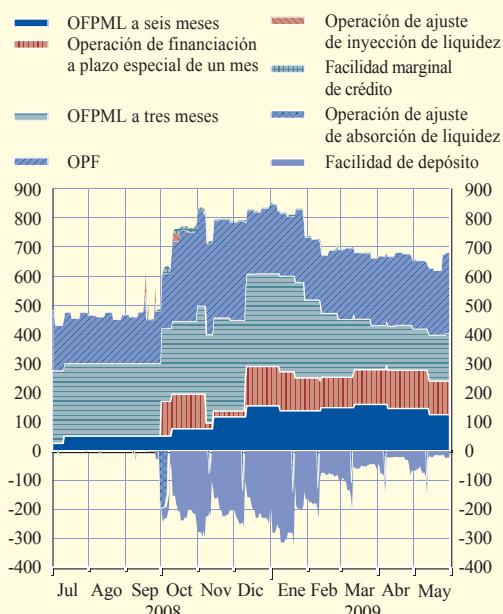


Fuentes: BCE y Bloomberg.

ciones principales de financiación como en las operaciones de financiación a plazo más largo, las entidades de crédito podían sentirse seguras de obtener toda la liquidez que necesitaban en las subastas semanales del BCE, siempre que dispusieran de suficientes activos de garantía aceptados en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema. De este modo, se eliminó la incertidumbre relativa a la adjudicación. El procedimiento de subasta también suponía que el BCE ya no determinaba la liquidez agregada ofrecida por el Eurosistema al sector bancario, sino que ésta se regía estrictamente por la demanda. Ello dio lugar a un aumento significativo del suministro de liquidez del Eurosistema al sector bancario: el 7 de octubre (el último día del período de mantenimiento septiembre-octubre), la provisión total de liquidez se situó en 463 mm de euros. La introducción del procedimiento con adjudicación plena en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo en la segunda quincena de octubre generó un incremento sustancial de la provisión de liquidez, que se elevó a 802 mm de euros, en promedio, en el período comprendido entre el 30 de octubre y el 31 de diciembre de 2008, con un máximo de 860,7 mm de euros a final de año, como se muestra en el gráfico 6.

Gráfico 6 Provisión de liquidez, por vencimientos

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Además, el porcentaje de financiación a plazo más largo (es decir, todas las operaciones de financiación con vencimientos comprendidos entre uno y seis meses) en la financiación total siguió aumentando, desde el 61% en el primer semestre de 2008 hasta el 64% entre noviembre y diciembre del 2008, y hasta el 70% entre enero y mayo del 2009.

La abundante provisión de liquidez en las operaciones de financiación causó un exceso global de liquidez en el sector bancario durante los períodos de mantenimiento. Por consiguiente, las entidades de crédito acumularon importantes excesos de liquidez en sus cuentas corrientes en el Eurosistema, que pudieron colocar a un día en la facilidad de depósito, a un tipo de interés de 50 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (en el período comprendido entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009). Efectivamente, se produjo un aumento significativo en el uso de la facilidad de depósito, como consecuencia del incremento ob-

servado en la oferta de liquidez (véase gráfico 6): el recurso medio de los bancos a la facilidad de depósito se elevó a más de 220 mm de euros entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009.

El empleo de la facilidad de depósito se intensificaba hacia el final de cada período de mantenimiento, cuando cada vez más entidades de contrapartida habían cumplido sus exigencias de reservas para el período. Por el contrario, la utilización conjunta se reducía notablemente en el último día de cada período de mantenimiento, ya que el BCE siguió absorbiendo parte del exceso de liquidez con operaciones de ajuste a un día durante la mayor parte de las turbulencias.

El recurso a la facilidad marginal de crédito también se incrementó, aunque a una escala mucho menor, hasta 6 mm de euros diarios, en promedio, entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009. Cabe observar que la utilización de esta facilidad fue particularmente elevada entre septiembre y primeros de noviembre, cuando las tensiones en los mercados financieros estaban en su apogeo, aunque, desde comienzos de octubre, las contrapartidas ya tenían acceso ilimitado a la financiación mediante operaciones de mercado abierto. Esto refleja, probablemente, la enorme incertidumbre que tenían las entidades de contrapartida en esos momentos en relación con su propia situación de liquidez y con su incapacidad para obtener y desprenderse de importantes volúmenes de liquidez en el mercado interbancario en la semana comprendida entre dos operaciones del Eurosistema.

Con la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y la reducción de la banda, que no tenían precedentes en la historia del BCE, la gestión de la liquidez del Eurosistema entró en una nueva etapa. La adjudicación plena en las operaciones de mercado abierto permitió a las entidades de contrapartida con necesidades de liquidez satisfacerlas directamente en el Eurosistema. Al mismo tiempo, la reducción de la banda significó que el empleo de la facilidad de depósito pasó a ser mucho más atractivo, en comparación con el mercado interbancario, para

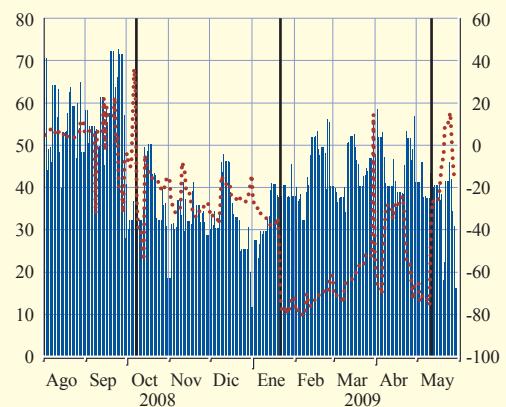
aquellas entidades con exceso de liquidez. Como consecuencia, el Eurosistema asumió un papel destacado como intermediario en las operaciones del mercado monetario, sustituyendo la negociación en ese mercado, que era muy disfuncional en ese momento. El alcance de esta intermediación se refleja directamente en la práctica duplicación de su balance, que el 2 de enero del 2009 se situó en un máximo de 1.763 mm de euros, un incremento de 850 mm de euros con respecto a junio del 2007⁶. La demanda por parte de las entidades de crédito de que el Eurosistema actuara de intermediario queda de manifiesto en el aumento del 27% en el número de entidades de contrapartida que participa en las operaciones de mercado abierto. En octubre y noviembre del 2008, 128 entidades de crédito solicitaron ser aceptadas como contrapartida. La participación en las operaciones de mercado abierto se incrementó notablemente durante este período. Por ejemplo, el número de participantes en las operaciones principales de financiación se duplicó con creces en los meses de octubre y noviembre (hasta alcanzar una participación media de 720 entidades), si se compara con el período comprendido entre enero y mediados de septiembre del 2008 (cuando el promedio de entidades era de 333).

La sustitución de la actividad en el mercado monetario por la intermediación del banco central puede observarse también en el gráfico 7, que muestra que el volumen de préstamos concedidos en el segmento de operaciones sin garantías a un día por el panel de entidades que facilita información para calcular el EONIA disminuyó ligeramente después de que se redujera la banda. Mientras se producían las turbulencias, pero antes de que se redujera la banda, el volumen medio diario del EONIA era de 52 mm de euros, pero se redujo a 34 mm de euros después de que se estrechara la banda. Al mismo tiempo la abundante provisión de liquidez se reflejó en el descenso de los tipos de interés a corto plazo. Tras la introducción de la adjudicación plena en las operaciones principales de financiación, el EONIA se situó sistemáticamente por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, y su diferencial se redujo a -14 puntos básicos en el período comprendido entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009.

Gráfico 7 Diferencial y volúmenes del EONIA

(mm de euros; en puntos básicos)

— Volúmenes del EONIA (escala izquierda)
.... Diferencial entre el EONIA y el tipo de interés de la OPF (escala derecha)



Fuentes: BCE y Bloomberg.

Nota: Las líneas verticales indican la reducción de la banda, llevada a cabo el 9 de octubre de 2008, y su ampliación, efectuada el 21 de enero de 2009.

Por último, el alcance del papel de intermediario del Eurosistema también puede evaluarse analizando los conjuntos de entidades de contrapartida que hacen uso de los diferentes componentes del marco operativo del Eurosistema. Entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009, la proporción de bancos que utilizaron la facilidad de depósito, y que había obtenido financiación en la operación principal anterior, fue sólo de un 15% en promedio⁷. Por consiguiente, el conjunto de bancos que se financiaba en el Eurosistema en una semana determinada era, en gran medida, diferente del conjunto de entidades que colocaban su liquidez en él. Sin embargo, durante el período en el que la banda era más estrecha, este porcentaje se incrementó ligeramente. Al mismo tiempo, el porcentaje de utilización de la facilidad de depósito por las entidades de crédito que habían obtenido liquidez previamente en las operaciones de financiación a plazo más largo se ha mantenido bastante estable a lo largo del tiempo en torno al 50%. En promedio, el

6 Estas cifras se refieren a un «balance simplificado» del Eurosistema.

7 Las cifras que figuran en este párrafo se refieren a los recursos individuales más importantes a la facilidad de depósito y representan, en promedio, el 96% del recurso total en el período en cuestión.

45% del recurso a la facilidad de depósito era de contrapartidas que no habían obtenido financiación del Eurosistema. Estos datos ponen de manifiesto la importancia del papel de intermediación asumido por el Eurosistema para canalizar la financiación de las entidades con exceso de liquidez que no estaban dispuestas a prestar directamente a aquéllas con necesidades de liquidez. El efecto de las medidas introducidas por el Eurosistema en la economía en su conjunto se presenta en el recuadro.

18 DE DICIEMBRE DE 2008: ANUNCIO DE LA AMPLIACIÓN DE LA BANDA

Las medidas extraordinarias del BCE tuvieron un efecto estabilizador en el mercado monetario de la zona del euro. Hacia finales del 2008, parecía que las peores tensiones observadas en el mercado monetario se habían atenuado. Además, el diferencial EURIBOR–EONIA *swap* había empezado a descender significativamente desde sus niveles máximos, como se muestra en el gráfico 1. En este contexto, y esperando que la situación en el mercado monetario mejorara al inicio del año, el Consejo de Gobierno anunció el 18 de diciembre de 2008 que, a partir del período de mantenimiento que se iniciaba el 21 de enero del 2009, la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes se ampliaría de nuevo a 200 puntos básicos, en línea con el deseo de evitar una disminución de la actividad en el mercado monetario mayor de la necesaria. Al mejorar la situación el mercado monetario, el destacado papel de intermediación desempeñado por el Eurosistema podría reducirse en cierta medida.

En el gráfico 6 se observa que desde finales de enero, cuando se volvió a ampliar la banda, el nivel de intermediación del Eurosistema empezó a descender: el volumen total de financiación se estabilizó por debajo de 700 mm de euros en los meses siguientes y el recurso a la facilidad de depósito, que había pasado a ser mucho menos atractiva, disminuyó, hasta situarse en una media diaria de 84 mm de euros entre el 21 de enero y el 12 de mayo de 2009. Asimismo, el volumen del EONIA empezó a aumentar de nuevo (véase gráfico 7).

En el mismo período, el volumen medio diario del EONIA se situó en 44 mm de euros, por encima de los 34 mm de euros observados en el período en el que existía una banda más estrecha. Esto podría considerarse un indicio de que la banda más ancha permitía un mayor margen de maniobra para casar la demanda y la oferta en el mercado monetario a corto plazo, incluso en un entorno en el que persistía un elevado riesgo de crédito.

Al mismo tiempo, la banda más ancha permitía un nuevo incremento del diferencial entre el EONIA y el tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación, que tenía su origen en la continua y abundante oferta de liquidez. Con una banda más estrecha entre el 9 de octubre de 2008 y el 20 de enero de 2009, el diferencial del EONIA se situó en 27 puntos básicos, y se elevó a 62 puntos básicos en el período comprendido entre el 21 de enero y el 12 de mayo de 2009. Esta notable disociación de los tipos de interés a corto plazo con respecto al tipo de interés oficial ilustra más aún la segmentación del mercado monetario, ya que el coste de financiación de los bancos con acceso al mercado monetario (cercano al tipo EONIA) era sustancialmente inferior al coste de financiación de las entidades que dependían del Eurosistema para financiarse (el tipo de las operaciones principales de financiación).

7 DE MAYO DE 2009: AMPLIACIÓN DEL APOYO AL CRÉDITO

Más recientemente, el Eurosistema ha decidido ampliar sus medidas no convencionales. Concretamente, en línea con las operaciones de financiación a plazo más largo adicionales efectuadas desde octubre del 2008, el Eurosistema decidió que, a partir del 23 de junio del 2009, realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, decidió comprar instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro y admitir al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Estas decisiones se

Recuadro

IMPACTO DE LAS MEDIDAS INTRODUCIDAS DESDE OCTUBRE DEL 2008 EN LA ECONOMÍA EN SU CONJUNTO

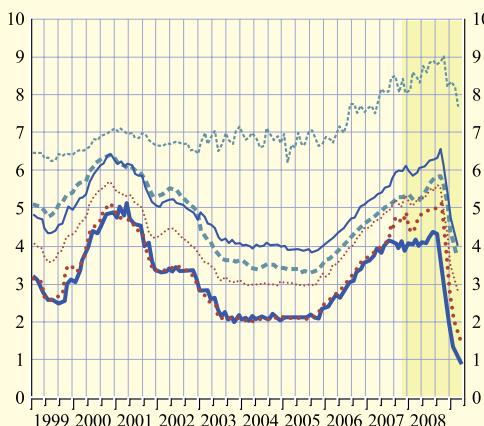
Las modificaciones introducidas en el marco operativo desde octubre del 2008, junto con los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, han contribuido a reducir el coste de financiación en la economía. Como se observa en el gráfico A, el reciente y significativo descenso del índice medio del tipo del euro a un día (EONIA), que tiene su origen, principalmente, en reducciones sin precedentes de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación (325 puntos básicos entre octubre del 2008 y mayo del 2009), pero también, en cierta medida, en la aplicación de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, quedó reflejado en algunos tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, que también han disminuido notablemente desde octubre.

Por otra parte, la introducción del procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena ha garantizado el mantenimiento de algunas de las condiciones necesarias para preservar el flujo de préstamos de las entidades de crédito de la zona del euro al sector privado. A este respecto, el Eurosistema alivió las acuciantes presiones de financiación soportadas por las entidades con necesidades de liquidez, y sustituyó con ello los préstamos interbancarios. En esencia, estas medidas de gestión de la liquidez han contribuido a interrumpir la «espiral negativa» generada por las tensiones en los mercados financieros.

Gráfico A EONIA, tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR) y tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM

(en porcentaje)

- EONIA
- EURIBOR a tres meses
- Tipo de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Tipo de interés a corto plazo de pequeños préstamos a sociedades no financieras
- Tipo de interés a corto plazo de grandes préstamos a sociedades no financieras
- Tipo de interés a corto plazo del crédito al consumo

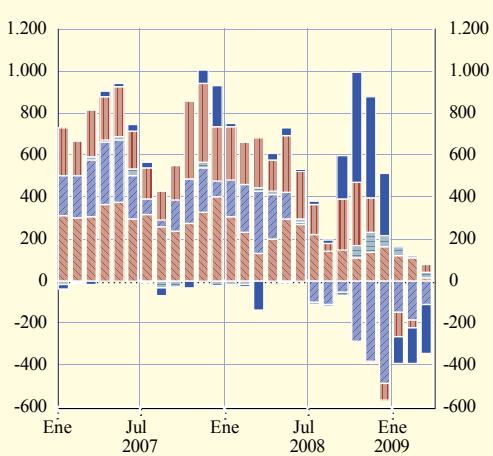


Fuentes: BCE y Reuters.

Gráfico B Fuentes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro por sector de contrapartida

(flujos de tres meses; mm de euros)

- Operaciones de crédito del Eurosistema
- IFM, excluido el Eurosistema
- Administración Central
- Pasivos exteriores
- Sector tenedor de dinero



Fuente: BCE.

El gráfico B muestra el mayor recurso al préstamo de los bancos centrales por parte de las entidades de crédito en el cuarto trimestre del 2008, que permitió a las entidades de la zona del euro resistir el impacto resultante de la caída de la financiación en los mercados financieros internacionales y de otras instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona. Por tanto, esta medida, junto con las titulizaciones retenidas, ha permitido que incluso entidades con restricciones de liquidez mantengan la financiación de su cartera de préstamos y, de este modo, cierren su brecha de financiación a corto plazo. En consecuencia, las entidades de crédito han podido mantener el flujo de préstamos o, al menos, han tenido que hacer frente a menos presiones para dejar de conceder préstamos.

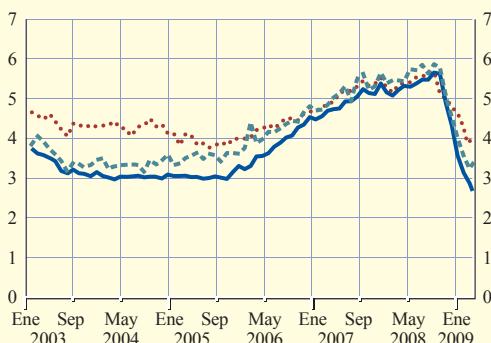
En cuanto a la transmisión de los recortes de los tipos de interés en la zona del euro, los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos han descendido con rapidez desde noviembre del 2008, de forma paralela a la caída de los tipos del mercado monetario. Por ejemplo, entre octubre del 2008 y abril del 2009, los tipos de interés nominales a corto plazo (esto es, a menos de un año) aplicados por las entidades a los grandes préstamos otorgados a las sociedades no financieras disminuyeron aproximadamente 300 puntos básicos, mientras que los tipos correspondientes a largo plazo (es decir, a más de cinco años) cayeron alrededor de 100 puntos básicos (véase gráfico C). Durante el mismo periodo, en términos reales, pese al efecto causado por el rápido descenso de las expectativas de inflación, los tipos de interés equivalentes aplicados por las entidades a sus préstamos (tanto a corto como a largo plazo) experimentaron una reducción cercana a 90 puntos básicos¹. Además, la ampliación de los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y a los depósitos

1 Para comparar la evolución reciente de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en la zona del euro y Estados Unidos, véase el Recuadro 3 en el presente Boletín Mensual.

Gráfico C Algunos tipos de interés nominales aplicados por las entidades de crédito a los préstamos a sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros

(en puntos básicos; enero 2003-abril 2009)

- Hasta un año y a tipo variable
- A más de cinco años
- De un año a cinco años



Fuente: BCE.

Gráfico D Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales de los préstamos a corto plazo concedidos por las IFM
- Tipos de interés reales de los préstamos a largo plazo concedidos por las IFM
- Coste real de la financiación mediante deuda negociable
- Coste real de la financiación mediante acciones cotizadas



Fuentes: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch y Consensus.

con respecto a los tipos de mercado se ha estabilizado recientemente y, en algunos casos, incluso se ha reducido en abril del 2009. En general, el coste nominal medio de la financiación externa ha disminuido más de 140 puntos básicos desde octubre del 2008. En términos reales, como se muestra en el gráfico D, el coste de la financiación mediante deuda negociable se ha reducido claramente con respecto a los máximos históricos registrados a finales del 2008, y el de la financiación mediante acciones cotizadas parece haber descendido en los últimos meses, aunque todavía es elevado.

Todo lo anterior indica que las medidas de liquidez no convencionales adoptadas por el Eurosistema desde octubre del 2008 han limitado posibles dificultades en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro relacionadas con las turbulencias registradas en los mercados financieros.

tomaron para favorecer la reducción de los tipos de interés a plazo del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar el crédito que conceden a sus clientes, ayudar a mejorar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada y facilitar las condiciones de financiación a bancos y empresas. En ese contexto y dadas las señales de aumento de la confianza en el mercado monetario a corto plazo, no se consideró que la reducción de la banda entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de la facilidad de depósito de 100 a 75 puntos básicos, que tuvo lugar en conjunción con el recorte del tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que pasó del 1,25% al 1,00% el 13 de mayo del 2009, supusiera un riesgo significativo de reducción de la actividad en el mercado monetario.

5 CONCLUSIONES

Tras la intensificación de las tensiones financieras en el mercado monetario de la zona del euro a finales de septiembre y principios de octubre del 2008, el Eurosistema reaccionó enérgicamente adoptando diversas medidas no convencionales en su gestión de la liquidez. En particular, introdujo procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en sus operaciones de mercado abierto, redujo temporalmente la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes, amplió su lista de activos de garan-

tía (en conjunción con medidas de mitigación del riesgo) y proporcionó liquidez en divisas en cooperación con otros bancos centrales.

Estas medidas, de carácter no convencional, tranquilizaron a los participantes en el mercado financiero en el sentido de que la disponibilidad de liquidez del banco central no constituía motivo de preocupación, y contribuyeron a que se restableciera la situación de estabilidad en el mercado monetario. A este respecto, en enero del 2009 el Eurosistema pudo reducir su papel de intermediar y, por lo tanto, amplió la banda entre los tipos de interés de las facilidades permanentes.

Más recientemente, el Eurosistema ha decidido aumentar su apoyo al crédito mediante la realización de operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses (procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena), la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro y la admisión del Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida en las operaciones de financiación del Eurosistema. Estas medidas tienen por objeto favorecer la reducción de los tipos de interés del mercado monetario, animar a las entidades de crédito a mantener e incrementar el crédito que conceden a sus clientes, ayudar a mejorar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada y facilitar las condiciones de financiación a bancos y empresas.

ROTACIÓN DEL DERECHO DE VOTO EN EL CONSEJO DE GOBIERNO DEL BCE

ARTÍCULOS

Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE

El 19 de marzo de 2009, el Consejo de Gobierno adoptó una Decisión relativa a la introducción del sistema de rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno¹. Anteriormente, el 18 de diciembre de 2008, el Consejo de Gobierno había decidido mantener el sistema de votación actual hasta que el número de gobernadores de los BCN en el Consejo de Gobierno excediera de 18². En el presente artículo se describen, en primer lugar, los principios fundamentales en que se basa la modificación del derecho de voto y los principales elementos del sistema de rotación. A continuación se explican las disposiciones de aplicación relativas al orden de rotación, el período de rotación y la tasa de rotación. Por último, se analizan las cuestiones de procedimiento y los parámetros estadísticos utilizados para la distribución de los gobernadores de los BCN en grupos a efectos del ejercicio del derecho de voto. El modelo de aplicación elegido permite un equilibrio adecuado entre continuidad, eficiencia y participación, al tiempo que se asegura el carácter colegial del Consejo de Gobierno.

I ANTECEDENTES

Con el fin de garantizar que el Consejo de Gobierno pueda tomar decisiones con eficacia y rapidez, incluso en una zona del euro ampliada, el Consejo de la Unión Europea adoptó en el 2003 una Decisión sobre la modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno sobre la base de una Recomendación del BCE³. Esta Decisión, que introducía un sistema de rotación cuya aplicación al derecho de voto de los gobernadores de los BCN (en lo sucesivo, los «gobernadores») en el Consejo de Gobierno se llevaría a cabo en el momento en que aumentara el número de miembros de dicho Consejo, quedó plasmada en el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC y del BCE (en lo sucesivo, los «Estatutos del SEBC»)⁴.

El sistema de rotación se basa en varios principios fundamentales. En primer lugar, el principio de un voto por miembro, que es el principio esencial de la adopción de decisiones por el Consejo de Gobierno, se mantendrá para todos los miembros del Consejo de Gobierno con derecho de voto⁵. En segundo lugar, en virtud del principio de participación personal, todos los miembros del Consejo de Gobierno seguirán participando en sus reuniones a título personal e independiente y conservarán el derecho de palabra, tengan o no el derecho de voto. En tercer lugar, se introduce un elemento de representatividad, para evitar situaciones en las que se considere que los gobernadores con derecho de voto no son suficientemente representativos de la economía de la zona del euro en su conjunto, lo que se conseguirá distribuyendo los gobernadores en grupos en función de una clasificación basada en un indicador

compuesto del peso económico y financiero de sus respectivos países (véase sección 2.5). Sin embargo, el país al que representa un gobernador sólo es relevante a efectos de determinar la frecuencia con la que ese gobernador ejerce el derecho de voto, lo que no contradice el principio de un voto por miembro, que seguirá aplicándose a todos los miembros con derecho de voto. En cuarto lugar, el sistema de rotación es sólido, en el sentido de que podrá adaptarse automáticamente a futuras ampliaciones de la zona del euro, con la correspondiente inclusión de nuevos gobernadores en el Consejo de Gobierno⁶. Por último, se ha procurado que el nuevo sistema de votación sea lo más transparente posible, a fin de que sus principales elementos y procedimientos puedan darse a conocer de forma relativamente sencilla.

- 1 Decisión del Banco Central Europeo, de 19 de marzo de 2009, que modifica la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo (BCE/2009/5) (2009/328/CE), DO L 100, 18.4.2009, p. 10.
- 2 Decisión del Banco Central Europeo, de 18 de diciembre de 2008, por la que aplaza la introducción del sistema de rotación en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE/2008/29) (2009/5/CE), DO L 3, 7.1.2009, p. 4.
- 3 Decisión del Consejo, reunido en su formación de Jefes de Estado o de Gobierno, de 21 de marzo de 2003, sobre la modificación del apartado 2 del artículo 10 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (2003/223/CE), basada en la Recomendación del Banco Central Europeo BCE/2003/1, DO L 83, 1.4.2003, p. 66.
- 4 Para una descripción detallada del sistema de rotación y de su génesis, véase el artículo titulado «La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno», en el Boletín Mensual de mayo del 2003.
- 5 A excepción de las decisiones que se adopten con arreglo al artículo 10.3 de los Estatutos del SEBC, que contempla la ponderación de los votos, según la cual los votos de los gobernadores se ponderarán conforme a las participaciones de sus respectivos bancos centrales nacionales en el capital suscrito del BCE y la ponderación de los votos de los miembros del Comité Ejecutivo será cero.
- 6 Un sistema de rotación sólido puede también adaptarse a futuras ampliaciones de la UE y a posteriores ampliaciones de la zona del euro.

Cuadro 1 Sistema de rotación con dos grupos (primera fase)

Número total de gobernadores	Primer grupo			Segundo grupo		
	Gobernadores	Votos	Frecuencia de voto	Gobernadores	Votos	Frecuencia de voto
19	5	4	80%	14	11	79%
20	5	4	80%	15	11	73%
21	5	4	80%	16	11	69%

Sobre la base de estos principios, tan pronto como el número de gobernadores exceda de 18, el número de miembros del Consejo de Gobierno que tengan el derecho de voto en cada momento no excederá de 21. Por consiguiente, el número de gobernadores que tengan el derecho de voto en cada momento no excederá de 15. Los seis miembros del Comité Ejecutivo no están sujetos al sistema de rotación y mantendrán un derecho permanente de voto.

El sistema de votación se aplica a todas las decisiones que se adopten por mayoría simple con arreglo al artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC (es decir, la mayor parte de las decisiones del Consejo de Gobierno, incluidas las de política monetaria). El sistema no se aplica a las decisiones que se adopten con arreglo al artículo 10.3 de los Estatutos del SEBC (es decir, las decisiones relativas a cuestiones financieras del Eurosistema, como el desembolso y el aumento del capital del BCE, las revisiones de la clave de capital del BCE, la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE, la asignación de ingresos monetarios y la asignación de los beneficios y pérdidas netos del BCE), a las que se aplicará una votación ponderada (véase nota 5 a pie de página).

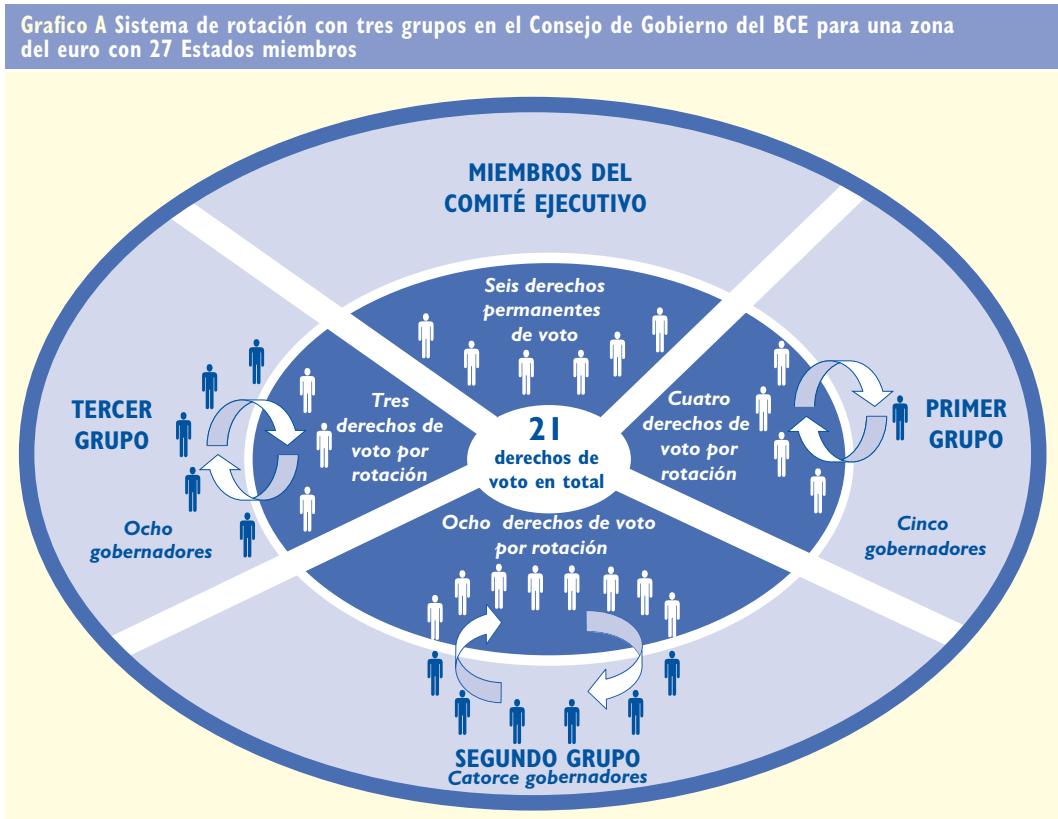
De conformidad con el artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno decidió el 18 de

diciembre de 2008 que el sistema de rotación se introducirá en el momento en que el número de gobernadores en el Consejo de Gobierno exceda de 18. A partir de ese momento, los gobernadores se distribuirán en dos grupos, en función de la clasificación determinada sobre la base del indicador compuesto mencionado anteriormente. Siempre con arreglo al artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, el primer grupo estará formado por los cinco primeros gobernadores de la clasificación y el segundo grupo estará constituido por los demás gobernadores. Los cinco gobernadores del primer grupo dispondrán de cuatro votos y los del segundo grupo de once. En cada grupo, los gobernadores tendrán la misma frecuencia de voto. En el cuadro 1 se muestra esta distribución, con la correspondiente frecuencia de voto.

Desde el momento en que el número de gobernadores exceda de 21, los gobernadores se distribuirán en tres grupos, en función de la citada clasificación. El número de gobernadores del primer grupo no variará. El segundo grupo comprenderá la mitad del número total de gobernadores, redondeándose las fracciones al número entero siguiente. El tercer grupo estará formado por los gobernadores restantes. El primer grupo dispondrá de cuatro votos, el segundo de ocho y el tercero de tres. En el cuadro 2 se muestra esta distribución, con la correspondiente frecuencia de voto.

Cuadro 2 Sistema de rotación con tres grupos (segunda fase)

Número total de gobernadores	Primer grupo			Segundo grupo			Tercer grupo		
	Gobernadores	Votos	Frecuencia de voto	Gobernadores	Votos	Frecuencia de voto	Gobernadores	Votos	Frecuencia de voto
22	5	4	80%	11	8	73%	6	3	50%
23	5	4	80%	12	8	67%	6	3	50%
24	5	4	80%	12	8	67%	7	3	43%
25	5	4	80%	13	8	62%	7	3	43%
26	5	4	80%	13	8	62%	8	3	38%
27	5	4	80%	14	8	57%	8	3	38%



La composición de los grupos se revisará siempre que se produzcan cambios en la clasificación⁷ o que aumente el número de gobernadores como consecuencia de la ampliación de la zona del euro.

El gráfico A ilustra el sistema de rotación con tres grupos para una zona del euro con 27 Estados miembros.

2 LA DECISIÓN DE APLICACIÓN

El 19 de marzo de 2009, el Consejo de Gobierno adoptó la Decisión BCE/2009/5 que modifica la Decisión BCE/2004/2, de 19 de febrero de 2004, por la que se adopta el Reglamento interno del Banco Central Europeo (es decir, la decisión de aplicación), que establece las normas de rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno.

Conforme al artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno, por mayoría de dos tercios, adoptó las medidas de aplicación ne-

cesarias. Asimismo, toda modificación de estas medidas de aplicación, así como cualquier medida adicional que resulte necesaria con el tiempo, habrán de ser aprobadas por el Consejo de Gobierno, por mayoría de dos tercios de todos sus miembros (es decir, los miembros con y sin derecho de voto).

Tal y como se indica en los considerandos de la citada decisión, las medidas de aplicación se basan en tres principios adicionales: (i) igualdad de trato, en el sentido de que las implicaciones de la ampliación de la zona del euro en lo que respecta al ejercicio del derecho de voto deberían ser, ex ante, las mismas para cada uno de los gobernadores; (ii) transparencia, y (iii) sencillez. Los puntos principales de la decisión de aplicación se describen a continuación.

⁷ Ello ocurre cuando se revisan los datos en los que se basa la clasificación, por ejemplo, con ocasión de la revisión quinquenal de la clave de capital y siempre que sea necesario ajustar dicha clave, como consecuencia de la incorporación de nuevos países a la UE (véase también sección 2.5).

2.1 ORDEN DE ROTACIÓN

Los gobernadores se ordenarán en sus respectivos grupos siguiendo las convenciones adoptadas en la UE para la lista de países⁸. La rotación empezará en un puesto aleatorio de la lista, para evitar favorecer o perjudicar a un gobernador como consecuencia de la posición que su país ocupa en el orden alfabético. Cuando se alcance el final de la lista, la rotación continuará, comenzando por el principio de la misma.

La composición de los grupos podrá modificarse en caso de que: (i) nuevos países entren a formar parte de la zona del euro, o (ii) los datos sobre los que se basa el indicador varíen, requiriendo una nueva clasificación de los gobernadores (véase sección 2.5). Además, en el momento en que el número de gobernadores exceda de 21, se establecerá un tercer grupo. En todos estos casos, el gobernador que se incorpore a un grupo o que cambie de grupo se incluirá en el nuevo grupo con arreglo a la norma descrita anteriormente. La rotación continuará entonces sin interrupción, siguiendo la lista de gobernadores incluidos en el grupo, en orden descendente.

2.2 PERÍODO DE ROTACIÓN

El período de rotación se define como el período durante el cual no cambia la composición de los gobernadores con derecho de voto en los distintos grupos.

El período de rotación se fija en un mes y la rotación se lleva a cabo al principio del mes. Por regla general, el Consejo de Gobierno celebra dos reuniones físicas al mes. La primera se dedica exclusivamente a la adopción de decisiones de política monetaria, mientras que en la segunda se suelen tratar otras cuestiones sobre las que el Consejo de Gobierno debe decidir⁹. El período de rotación de un mes permite a los gobernadores ejercer su derecho de voto en ambas clases de reuniones.

2.3 TASA DE ROTACIÓN

La tasa de rotación se define como el número de gobernadores que obtienen o pierden el derecho de

voto al mismo tiempo en cada grupo al inicio de cada nuevo período de rotación (es decir, cada mes).

Para el primer grupo, la tasa de rotación es fija, ya que el número de gobernadores no cambia. El grupo está siempre formado por cinco gobernadores, que disponen de cuatro votos, lo que significa que un gobernador no tiene el derecho de voto en un determinado mes.

En el caso del segundo y tercer grupos se necesita una regla discrecional para decidir el número de gobernadores que obtienen o pierden el derecho de voto al principio de cada mes. A este respecto, el Consejo de Gobierno ha decidido que el número de gobernadores que obtienen el derecho de voto al comienzo de cada mes será igual a la diferencia entre el número de gobernadores y el número de votos asignados a cada grupo, menos dos. Esto significa que no todos los gobernadores sin voto en un determinado mes volverán a disfrutar del derecho de voto en el período de rotación siguiente. Se podría haber aplicado un sistema de rotación más rápido, en el que un mayor número de gobernadores obtuviera o perdiera el derecho de voto al mismo tiempo, pero ello hubiera generado una mayor discontinuidad en términos de miembros con derecho de voto. Se consideró que la opción «menos dos» contribuye a garantizar una mayor estabilidad en la composición de los miembros con derecho de voto.

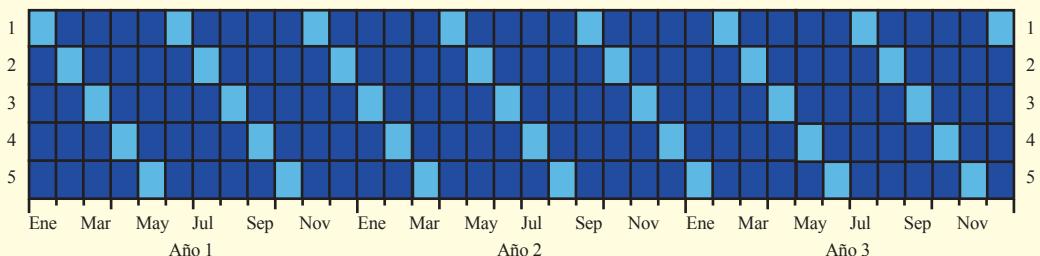
El gráfico B muestra los períodos con y sin voto del primer y segundo grupos de un Consejo de Gobierno compuesto por 19 gobernadores (es decir, inmediatamente después de la introducción del sistema de rotación). De forma similar, el gráfico C muestra los períodos con y sin voto del primer, segundo y tercer grupos de un Consejo de Gobierno integrado por 27 gobernadores (situación que se produciría si todos los actuales Estados miembros de la UE se incorporasen a la zona

8 Los países figurarán en la lista según el orden alfabético de los nombres de los Estados miembros en las lenguas nacionales, utilizando el alfabeto latino.

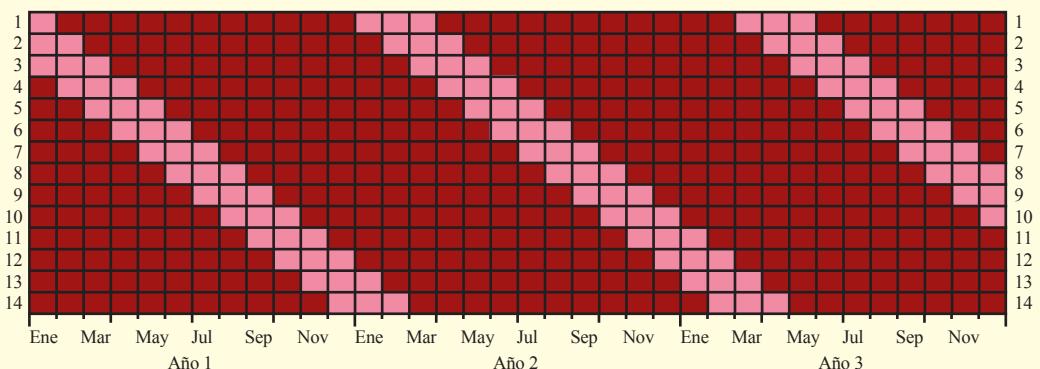
9 Por regla general, en los meses de enero y agosto el Consejo de Gobierno celebra solamente una reunión física, en la que se adoptan decisiones de política monetaria. En estos dos meses, las demás decisiones se adoptan mediante procedimiento escrito.

Grafico B El sistema de rotación con dos grupos en el Consejo de Gobierno del BCE**19 gobernadores**

Grupo 1: 5 miembros / 4 votos



Grupo 2: 14 miembros / 11 votos



Fuente: BCE.

Notas: El color oscuro indica los períodos con derecho de voto, y el color claro, los períodos sin derecho de voto.

del euro, incluidos los que tienen opción a salirse de la misma). En el eje horizontal se indica el tiempo, y en el vertical, los gobernadores. El primer grupo está siempre formado por cinco gobernadores, que disponen de cuatro votos. En esta configuración, el primer gobernador no dispondrá de derecho de voto en enero, junio o noviembre en el primer año (suponiendo que la rotación comience con el primer gobernador).

En un Consejo de Gobierno compuesto por 19 gobernadores, el segundo grupo está integrado por 14 gobernadores, que disponen de 11 votos. En ese grupo, tres gobernadores no disponen de derecho de voto en cada momento. Si se aplica la regla mencionada anteriormente para calcular la tasa de rotación (es decir, el número de gobernadores sin derecho de voto, menos dos), al final de cada pe-

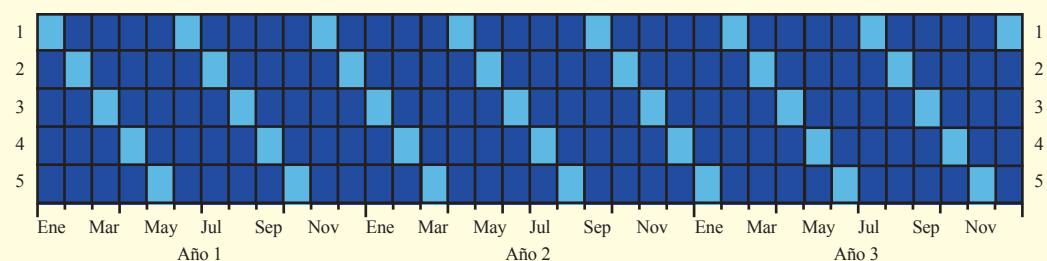
ríodo de rotación de un mes, un gobernador cede su derecho de voto a otro. Como puede observarse en el gráfico B, el primer, segundo y tercer gobernadores no disponen de derecho de voto en enero. En febrero, el primer gobernador recobra el derecho de voto y el cuarto gobernador lo pierde, por lo que el segundo, tercero y cuarto gobernadores no disponen ahora de voto. Los tres gobernadores sin derecho de voto descienden en la lista de gobernadores de ese grupo, bajando una posición al final de cada mes.

El gráfico C corresponde a un Consejo de Gobierno integrado por 27 gobernadores, en el que el segundo grupo está formado por 14 gobernadores, que disponen de ocho votos. En este caso, seis gobernadores no disponen de voto en cada momento y la tasa de rotación es cuatro (es decir, seis gober-

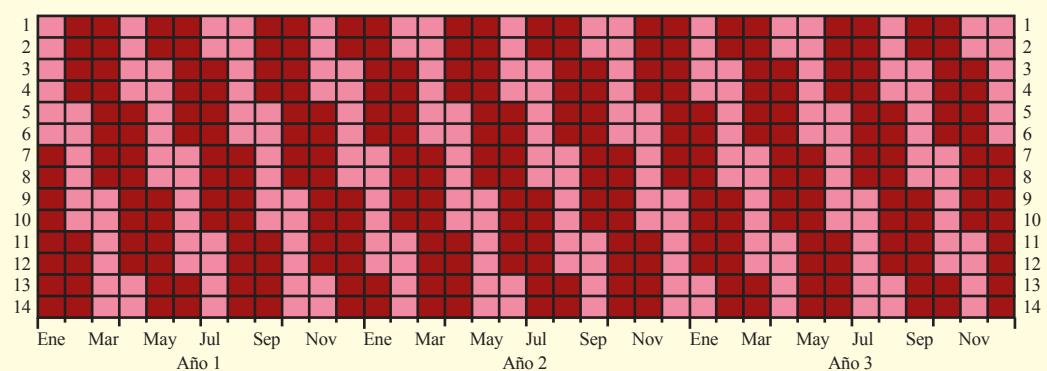
Grafico C El sistema de rotación con tres grupos en el Consejo de Gobierno del BCE

27 gobernadores

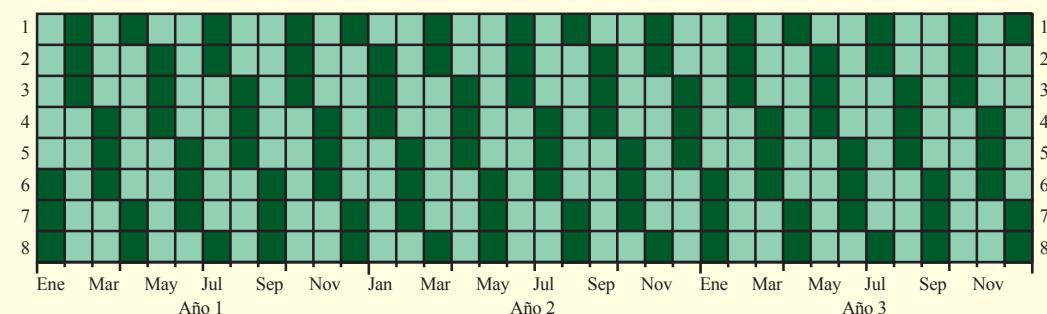
Grupo 1: 5 miembros / 4 votos



Grupo 2: 14 miembros / 8 votos



Grupo 3: 8 miembros / 3 votos



Fuente: BCE.

Notas: El color oscuro indica los períodos con derecho de voto, y el color claro, los períodos sin derecho de voto.

nadores sin voto, menos dos). Los seis gobernadores sin voto descienden en la lista de gobernadores de ese grupo, bajando cuatro posiciones al final de cada mes, en un ciclo continuo. El tercer grupo comprende ocho gobernadores, tres con voto y cinco sin voto en cada momento. En este caso, la tasa de rotación es tres (es decir, cinco gobernadores sin derecho de voto, menos dos). Los cinco gobernadores sin derecho de voto descienden en la lista de gobernadores de ese grupo, bajando tres posiciones al final de cada mes¹⁰.

10 A veces, en la fase con tres grupos, ciertos gobernadores se encuentran sistemáticamente con o sin derecho de voto en cada momento del año. Dado que algunos asuntos se tratan en el Consejo de Gobierno en la misma época del año (por ejemplo, el presupuesto al final del año), será necesario mitigar este efecto calendario para garantizar la igualdad de trato a los gobernadores. A estos efectos, en el artículo 1.1 de la decisión de aplicación se estipula que «El Consejo de Gobierno podrá decidir cambiar el orden de rotación en el segundo y tercer grupos para evitar que ciertos gobernadores siempre se encuentren sin derecho de voto en las mismas épocas del año.»

2.4 REGLAMENTO INTERNO DEL BCE

La decisión de aplicación modifica el Reglamento interno del BCE mediante la inserción de un nuevo artículo 3 bis, que se reproduce a continuación en el recuadro. La decisión de aplicación y, por ende, la modificación del Reglamento interno, entrarán en vigor en el momento en que se inicie el sistema de rotación, es decir, cuando el número de gobernadores exceda de 18.

La decisión de aplicación introduce otras modificaciones en el Reglamento interno del BCE con el fin de diferenciar entre gobernadores con y sin derecho de voto. Únicamente se han modificado las disposiciones en las que el ejercicio del derecho de voto está directamente relacionado con la toma de decisiones. En primer lugar, en las votaciones del Consejo de Gobierno se requerirá un quórum

Artículo 3 bis del Reglamento interno del BCE: Sistema de rotación

1. Los gobernadores se distribuirán en grupos conforme se establece en los guiones primero y segundo del artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC.
2. Los gobernadores se ordenarán en cada grupo, siguiendo la convención adoptada en la UE, con arreglo a la lista de sus bancos centrales nacionales, que sigue el orden alfabético de los nombres de los Estados miembros en las lenguas nacionales. La rotación del derecho de voto en cada grupo seguirá este orden. La rotación empezará en un puesto aleatorio de la lista.
3. El derecho de voto dentro de cada grupo rotará cada mes, empezando el primer día del primer mes de aplicación del sistema de rotación.
4. En el primer grupo, el número de derechos de voto que rotarán en cada período de un mes será de uno. En el segundo y tercer grupos, el número de derechos de voto que rotarán en cada período de un mes será igual a la diferencia entre el número de gobernadores asignados al grupo y el número de derechos de voto a él asignados, menos dos.
5. Siempre que con arreglo al artículo 10.2, quinto guión, de los Estatutos del SEBC se revise la composición de los grupos, la rotación del derecho de voto en cada grupo continuará siguiendo la lista a la que se refiere el apartado 2. Desde el momento en que el número de gobernadores sea de 22, la rotación en el tercer grupo empezará en un puesto aleatorio de la lista. El Consejo de Gobierno podrá decidir cambiar el orden de rotación en el segundo y tercer grupos para evitar que ciertos gobernadores siempre se encuentren sin derecho de voto en las mismas épocas del año.

6. El BCE publicará con antelación en su web la lista de los miembros del Consejo de Gobierno con derecho de voto.
7. La participación del Estado miembro de cada banco central nacional en el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias se calculará sobre la base de la media anual de los datos medios mensuales del año natural más reciente respecto del cual se disponga de datos. Siempre que con arreglo al artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC se ajuste el producto interior bruto total a precio de mercado, o siempre que un país se convierta en Estado miembro y su banco central nacional en integrante del Sistema Europeo de Bancos Centrales, el balance agregado total de las instituciones financieras monetarias de los Estados miembros que han adoptado el euro se volverá a calcular sobre la base de los datos correspondientes al año natural más reciente respecto del cual se disponga de datos.

de dos tercios de sus miembros con *derecho de voto*¹¹. En segundo lugar, se retirará un asunto del orden del día a solicitud de al menos tres miembros del Consejo de Gobierno *con derecho de voto* si los documentos pertinentes no se han remitido oportunamente a los miembros del Consejo de Gobierno¹². En tercer lugar, las decisiones por procedimiento escrito se aprobarán por *los miembros del Consejo de Gobierno que tengan derecho de voto en el momento de la aprobación*¹³. En cuarto lugar, las actas de las reuniones del Consejo de Gobierno se someterán a la aprobación de *los miembros del Consejo de Gobierno con derecho de voto en la reunión a que el acta se refiera*¹⁴. Estas modificaciones se refieren, respectivamente, a los artículos 4.1, 5.1, 4.7 y 5.2 del Reglamento interno del BCE.

No se modifica ninguna otra disposición. En consecuencia, todos los gobernadores, con y sin derecho de voto, podrán, por ejemplo, solicitar que se convoque una reunión u oponerse a que una reunión tenga lugar mediante teleconferencia o a que una decisión se adopte por procedimiento escrito. Además, todos los gobernadores conservarán el derecho de asistir a las reuniones acompañados de otra persona, de nombrar a un sustituto en caso de ausencia de corta duración o de ser sustituido como miembro del Consejo de Gobierno en caso de ausencia de más de un mes.

En aras de la transparencia se ha decidido que, además de publicar las disposiciones de aplicación

en una decisión del BCE, también estará disponible con antelación en la página web del BCE la lista de miembros con y sin derecho de voto, probablemente junto con el calendario de reuniones del Consejo de Gobierno. Esta lista se actualizará regularmente.

2.5 PARÁMETROS ESTADÍSTICOS PARA LA CLASIFICACIÓN

La clasificación de los gobernadores sólo se modificará cuando se ajuste la clave de capital del BCE (es decir, cada cinco años, o cuando un nuevo Estado miembro se incorpore a la UE, ya que al BCN de dicho Estado se le asignará una participación en el capital suscrito del BCE)¹⁵. La clasificación se basa en dos parámetros: la participación del Estado miembro (i) en el PIB agregado a precio de mercado, al que se asigna un peso de 5/6, y (ii) en el balance agregado total de las IFM, al que se asigna un peso de 1/6.

Los datos sobre el PIB son los que facilita la Comisión Europea para calcular la clave de capital del BCE. Los datos del PIB que se utilizan para la clasificación se actualizan siempre que se ajuste dicha clave y no han de actualizarse cuando se produce una ampliación de la zona del euro, ya que todos

11 Artículo 1.2 de la decisión de aplicación.

12 Artículo 1.4 de la decisión de aplicación.

13 Artículo 1.3 de la decisión de aplicación.

14 Artículo 1.5 de la decisión de aplicación.

15 Sin embargo, los BCN de países no pertenecientes a la zona del euro sólo desembolsarán el 7% de su participación en el capital.

los BCN de la UE se convierten en accionistas del BCE al incorporarse a la UE y los datos del PIB utilizados a estos efectos son los mismos que los que se utilizan para la clasificación.

Los datos sobre el balance agregado total de las IFM son los que facilita el Eurosistema y se calculan tal y como establece el sistema armonizado del BCE para las estadísticas monetarias, de conformidad con el Reglamento (CE) nº 2423/2001 del Banco Central Europeo¹⁶. Con arreglo al artículo 10.2 de los Estatutos del SEBC, ha de utilizarse el balance agregado total de las IFM, incluyendo el balance del BCN correspondiente y excluyendo el balance del BCE¹⁷. Dado que se dispone de las estadísticas finales de balance de las IFM con un breve desfase y que no se puede asegurar que se disponga de datos armonizados sobre el balance agregado total de las IFM de nuevos Estados miembros para los mismos períodos históricos que los datos del PIB, el cálculo se realizará sobre la base del año natural más reciente respecto del cual se disponga de datos. Para evitar distorsiones derivadas de valores atípicos y de efectos estacionales, se utilizará la media anual de los datos mensuales. Los datos del balance agregado total de las IFM se actualizan con la misma frecuencia que los datos del PIB (es decir, cada cinco años o cuando se produce una ampliación de UE).

3 CONCLUSIONES

La aplicación del sistema de rotación ha de respetar los principios de un voto por miembro, participación personal, representatividad, automatismo y solidez, igualdad de trato, transparencia y sencillez.

Al diseñar el sistema de rotación hubo que buscar el equilibrio entre: (i) la dificultad de lograr que se adapte automáticamente a futuras ampliaciones de la zona del euro, de fecha y magnitud inciertas; (ii) la especial estructura organizativa del Eurosistema, y (iii) el objetivo de sencillez. La adopción

de medidas de aplicación basadas en parámetros sencillos de explicar o de probada eficacia facilitará la puesta en práctica del sistema de votación, lo que contribuirá también a la estabilidad y predictibilidad del sistema de votación.

Combinando la tasa de rotación elegida con un período de rotación corto (de un mes), el modelo permite lograr el equilibrio entre la continuidad de la composición de los miembros con derecho de voto y la garantía de que ningún gobernador se encuentre durante demasiado tiempo sin derecho de voto. Los dos aspectos son importantes para el buen funcionamiento del proceso de toma de decisiones. La solidez del sistema de rotación, que se adapta automáticamente a futuras ampliaciones de la zona del euro mediante la simple incorporación de nuevos gobernadores a los grupos según un orden predeterminado, garantizará que el sistema siga funcionando a lo largo del tiempo.

Las decisiones del Consejo de Gobierno relativas a las normas de aplicación del sistema de rotación del derecho de voto muestran que se han adoptado todas las medidas necesarias para adaptarse a futuras ampliaciones de la zona del euro. Las correspondientes modificaciones se han introducido en el Reglamento interno del BCE y podrán entrar vigor en el momento en que el número de países de la zona del euro exceda de 18.

Las disposiciones de aplicación garantizan que todos los gobernadores participen regularmente en el proceso de toma de decisiones, con lo que se refuerza el carácter colegial del Consejo de Gobierno, se asegura su cohesión y el respeto del principio de participación, al tiempo que se mantiene su eficiencia operativa.

16 Este Reglamento fue refundido y actualizado por el Reglamento (CE) nº 25/2009 del Banco Central Europeo, que entró en vigor en febrero del 2009.

17 Los datos se calculan sobre una base territorial, es decir, deben incluir las sucursales y filiales de IFM extranjeras establecidas en el Estado miembro y excluir las sucursales y filiales de IFM nacionales establecidas en el extranjero.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO	
Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	
\$5	
1	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez
\$6 \$7 \$8 \$9	
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro
2.3	Estadísticas monetarias
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro
2.10	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor
\$10 \$11 \$12 \$14 \$17 \$20 \$21 \$22 \$24 \$25	
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro
3.3	Hogares
3.4	Sociedades no financieras
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones
\$26 \$30 \$32 \$33 \$34	
4	MERCADOS FINANCIEROS
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro
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
4.6	Tipos de interés del mercado monetario
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro
4.8	Índices bursátiles
\$35 \$36 \$38 \$40 \$42 \$44 \$45 \$46	
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO
5.1	IAPC, otros precios y costes
5.2	Producto y demanda
5.3	Mercado de trabajo
\$47 \$50 \$54	

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

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

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

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren a la Euro-16 (la zona del euro, que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés¹⁾

	M1 ²⁾ 1	M2 ²⁾ 2	M3 ^{2,3)} 3	Media móvil de 3 meses (centrada) 4	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾ 5	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾ 6	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período) 7	Tipo al contado a 10 años (porcentaje, fin de período) ⁴⁾ 8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2008 III	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,5	4,98	4,34
IV	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,1	4,24	3,69
2009 I	5,3	7,2	6,0	-	4,6	25,4	2,01	3,77
II	-	-	-	-	-	-	1,31	3,99
2009 Ene	5,1	7,5	5,9	6,4	5,1	24,6	2,46	4,02
Feb	6,2	7,0	5,8	5,6	4,3	26,1	1,94	3,85
Mar	5,9	6,1	5,0	5,2	3,2	27,0	1,64	3,77
Abr	8,4	5,9	4,9	4,5	2,3	26,9	1,42	3,79
May	7,9	5,0	3,7	-	1,8	-	1,28	4,18
Jun	-	-	-	-	-	-	1,23	3,99

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

	IAPC ¹⁾ 1	Precios industriales 2	Costes laborales por hora 3	PIB real 4	Producción industrial excluida construcción 5	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes) 6	Ocupados 7	Parados (% de la población activa) 8
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,8	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,3	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 IV	2,3	3,3	4,0	-1,7	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 I	1,0	-1,7	3,7	-4,8	-18,3	72,6	-1,2	8,7
II	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 Ene	1,1	-0,6	-	-	-16,5	74,7	-	8,4
Feb	1,2	-1,6	-	-	-19,2	-	-	8,7
Mar	0,6	-2,9	-	-	-19,1	-	-	8,9
Abr	0,6	-4,6	-	-	-20,7	70,5	-	9,2
May	0,0	-	-	-	-	-	-	-
Jun	-0,1	-	-	-	-	-	-	-

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período) 5	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁶⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro 8		
	Cuenta corriente y cuenta de capital 1	Bienes 2	Inversiones directas 3	Inversiones de cartera 4						
						Nominal 6	Real (IPC) 7			
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705		
2008	-81,2	-6,1	-251,3	439,2	374,2	113,0	113,6	1,4708		
2008 III	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	372,5	114,1	114,3	1,5050		
IV	-20,7	-0,7	-86,7	201,8	374,2	109,1	109,6	1,3180		
2009 I	-22,9	-6,3	-46,6	134,7	395,7	111,9	112,2	1,3029		
II	-	-	-	-	-	113,2	113,4	1,3632		
2009 Ene	-19,2	-10,1	-15,9	-7,4	413,0	111,9	112,3	1,3239		
Feb	-1,1	1,0	-11,8	56,1	423,1	110,4	110,6	1,2785		
Mar	-2,6	2,8	-18,9	85,9	395,7	113,3	113,4	1,3050		
Abr	-7,2	4,0	-1,2	-6,0	386,3	112,5	112,8	1,3190		
May	-	-	-	-	392,2	113,0	113,3	1,3650		
Jun	-	-	-	-	-	114,0	114,2	1,4016		

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.

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

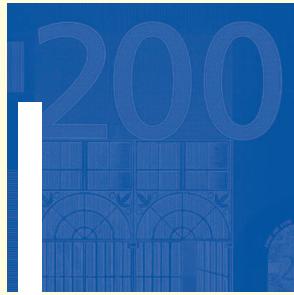
2) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.

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

4) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.

5) Los datos se refieren al Euro-16, salvo indicación en contrario.

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2009 5 junio	2009 12 junio	2009 19 junio	2009 26 junio
Oro y derechos en oro	240.766	240.746	240.725	240.629
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	156.586	162.272	161.689	159.737
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	99.574	90.851	74.499	75.110
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	18.757	18.431	17.504	17.801
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	632.881	611.020	618.887	896.839
Operaciones principales de financiación	227.576	302.077	309.621	167.902
Operaciones de financiación a plazo más largo	403.555	308.701	308.703	728.598
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1.739	241	549	326
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	11	0	13	12
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	24.081	23.876	24.031	24.478
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	298.168	300.606	300.950	301.585
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.788	36.788	36.769	36.769
Otros activos	240.238	242.035	244.664	244.372
Total activo	1.747.838	1.726.624	1.719.718	1.997.319

2. Pasivo

	2009 5 junio	2009 12 junio	2009 19 junio	2009 26 junio
Billetes en circulación	763.494	762.798	760.817	762.146
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	235.788	224.940	226.268	504.516
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	206.936	213.491	213.515	268.244
Facilidad de depósito	28.841	11.334	12.717	236.235
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	11	116	36	37
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	235	221	213	224
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	145.038	152.896	159.802	161.278
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	152.191	131.799	118.705	117.876
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	5.140	3.204	3.490	5.350
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.461	11.237	10.154	7.300
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.551	5.551	5.551	5.551
Otros pasivos	156.008	158.052	158.797	157.163
Cuentas de revalorización	202.952	202.952	202.952	202.952
Capital y reservas	72.981	72.976	72.968	72.963
Total pasivo	1.747.838	1.726.624	1.719.718	1.997.319

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas ^{1), 2)} (millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo			Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado			
1	2	3	4	5	6	7	8			
Operaciones principales de financiación										
2009 4 Mar	244.147	481	244.147	2,00	-	-	-	-	-	7
11	227.701	503	227.701	1,50	-	-	-	-	-	7
18	226.066	537	226.066	1,50	-	-	-	-	-	7
25	229.979	538	229.979	1,50	-	-	-	-	-	7
1 Abr	238.071	522	238.071	1,50	-	-	-	-	-	7
8	233.234	535	233.234	1,25	-	-	-	-	-	7
15	249.411	557	249.411	1,25	-	-	-	-	-	7
22	244.126	563	244.126	1,25	-	-	-	-	-	7
29	233.157	526	233.157	1,25	-	-	-	-	-	7
6 May	234.197	503	234.197	1,25	-	-	-	-	-	7
13	229.565	512	229.565	1,00	-	-	-	-	-	7
20	221.324	558	221.324	1,00	-	-	-	-	-	7
27	276.814	709	276.814	1,00	-	-	-	-	-	7
3 Jun	227.576	620	227.576	1,00	-	-	-	-	-	7
10	302.077	604	302.077	1,00	-	-	-	-	-	7
17	309.621	670	309.621	1,00	-	-	-	-	-	7
24	167.902	530	167.902	1,00	-	-	-	-	-	7
1 Jul	105.905	405	105.905	1,00	-	-	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo										
2009 8 Abr	131.839	119	131.839	1,25	-	-	-	-	-	35
9	36.087	75	36.087	1,25	-	-	-	-	-	182
16	13.152	37	13.152	1,25	-	-	-	-	-	84
30	30.170	90	30.170	1,25	-	-	-	-	-	91
13 May	116.063	113	116.063	1,00	-	-	-	-	-	28
14	33.666	56	33.666	1,00	-	-	-	-	-	91
14	20.695	97	20.695	1,00	-	-	-	-	-	182
28	27.541	104	27.541	1,00	-	-	-	-	-	91
10 Jun	56.780	147	56.780	1,00	-	-	-	-	-	28
11	14.536	44	14.536	1,00	-	-	-	-	-	91
11	18.202	110	18.202	1,00	-	-	-	-	-	182
25	442.241	1.121	442.241	1,00	-	-	-	-	-	371
	6.432	70	6.432	1,00	-	-	-	-	-	98

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
2008 24 Sep	Operaciones temporales	50.335	36	40.000	-	4,25	-	4,25	4,35	1	
1 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	-	1	
2	Captación de depósitos a plazo fijo	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	-	1	
3	Captación de depósitos a plazo fijo	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3	
6	Captación de depósitos a plazo fijo	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1	
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1	
9	Operaciones temporales	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6	
11 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1	
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1	
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1	
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1	
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1	
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1	
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1	
9 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1	

Fuente: BCE.

- 1) Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- 2) Con efectos a partir de abril del 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.
- 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 instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- 4) 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.
- 5) 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.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
		1	2	3	4	5
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2008 II	17.971,8	9.775,4	916,3	2.172,4	1.439,4	3.668,1
III	18.231,2	9.968,9	917,1	2.186,7	1.457,1	3.701,5
IV ²⁾	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 Ene	18.510,3	10.186,3	879,8	2.424,3	1.315,3	3.704,7
Feb	18.466,6	10.142,2	870,3	2.438,4	1.272,4	3.743,2
Mar	18.269,2	10.015,6	845,4	2.443,0	1.203,2	3.761,9
Abr	18.447,1	10.085,4	846,1	2.452,5	1.253,3	3.809,8

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito		Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
		1	2			
2007	195,9	196,8		1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7		1,5	0,0	3,25
2009 20 Ene ³⁾	220,2	221,5		1,2	0,0	2,50
10 Feb	221,1	222,1		1,0	0,0	2,00
10 Mar	217,6	218,6		1,0	0,0	2,00
7 Abr	220,8	221,6		0,8	0,0	1,50
12 May	219,7	220,8		1,1	0,0	1,25
9 Jun	216,7	217,9		1,2	0,0	1,00
7 Jul	218,1					

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													
	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	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ^{3),4)}	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ⁴⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9		
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7		
2009 20 Ene	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1		
10 Feb	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7		
10 Mar	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5		
7 Abr	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6		
12 May	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0		
9 Jun	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1.000,0		

Fuente: BCE.

- 1) Fin de período.
- 2) Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Eslovaquia. 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 Eslovaquia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2009, se aplicará el procedimiento habitual [véase la Decisión del BCE, de 28 de octubre de 2008, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Eslovaquia (BCE/2008/14)].
- 3) Como consecuencia de la adopción el euro en Eslovaquia el 1 de enero de 2009, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 15 países que integraban entonces la zona del euro para el período comprendido entre el 10 y el 31 de diciembre de 2008 y las exigencias de reservas de los 16 países que actualmente forman parte de la zona del euro para el período comprendido entre el 1 y el 20 de enero de 2009.
- 4) A partir del 1 de enero de 2009, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante operaciones de ajuste por el Národná Banka Slovenska antes del 1 de enero de 2009 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 III	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9
IV	2.983,0	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0
2009 Ene	2.830,2	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7
Feb	2.772,6	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0
Mar	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
Abr	2.710,2	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7
May ^(p)	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,8	322,9	2,5	50,4	-	15,0	488,6	15,8	331,0
IFM, excluido el Eurosistema														
2006	25.944,6	14.881,7	809,0	9.134,7	4.938,0	3.561,5	1.278,8	645,8	1.636,9	83,5	1.171,4	4.336,6	172,6	1.737,4
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008 III	31.534,6	18.134,4	978,8	10.800,1	6.355,5	4.207,8	1.195,4	1.106,8	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5
IV	31.840,7	18.053,5	967,6	10.768,2	6.317,6	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.889,8
2009 Ene	32.297,9	18.205,2	984,5	10.856,9	6.363,8	4.766,3	1.308,3	1.406,8	2.051,2	101,6	1.205,1	4.871,4	210,6	2.937,6
Feb	32.144,3	18.074,9	981,1	10.833,6	6.260,3	4.846,9	1.342,5	1.427,5	2.076,9	102,8	1.189,0	4.779,2	215,0	2.936,4
Mar	31.745,3	17.902,4	970,1	10.812,9	6.119,5	4.928,3	1.388,9	1.450,4	2.089,1	104,1	1.186,5	4.545,6	214,0	2.864,4
Abr	31.857,5	17.898,8	982,2	10.808,5	6.108,1	4.999,5	1.406,6	1.473,6	2.119,2	103,8	1.218,8	4.611,0	212,9	2.812,8
May ^(p)	31.534,3	17.854,9	974,6	10.805,2	6.075,1	5.044,7	1.423,1	1.470,7	2.150,8	102,5	1.215,8	4.470,5	213,4	2.632,4

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 III	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
IV	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4
2009 Ene	2.830,2	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
Feb	2.772,6	763,8	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
Mar	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
Abr	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,1	274,9	314,1
May ^(p)	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9
IFM, excluido el Eurosistema											
2006	25.944,6	-	13.265,1	124,1	7.901,8	5.239,3	698,3	4.233,6	1.454,1	3.991,4	2.302,2
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,4	1.683,6	4.533,4	2.747,4
2008 III	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,4	1.756,1	4.890,5	2.968,9
IV	31.840,7	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.243,8
2009 Ene	32.297,9	-	16.815,6	222,6	9.755,0	6.838,0	861,9	4.920,9	1.786,3	4.680,4	3.232,8
Feb	32.144,3	-	16.706,3	228,2	9.760,0	6.718,1	883,1	4.971,3	1.781,9	4.569,1	3.232,5
Mar	31.745,3	-	16.605,7	216,1	9.785,2	6.604,4	885,2	4.932,3	1.793,2	4.346,5	3.182,3
Abr	31.857,5	-	16.638,7	197,9	9.868,0	6.572,9	886,1	4.970,6	1.806,6	4.402,0	3.153,5
May ^(p)	31.534,3	-	16.598,4	193,9	9.874,7	6.529,7	874,6	4.995,8	1.823,7	4.229,4	3.012,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	19.710,1	9.964,0	828,7	9.135,3	2.114,5	1.466,3	648,2	811,4	4.687,9	187,3	1.945,0
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.259,8	220,9	2.465,9
2008 III	23.777,8	11.798,0	997,3	10.800,7	2.542,0	1.432,8	1.109,2	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
IV	24.107,5	11.755,1	986,2	10.768,9	2.961,4	1.552,6	1.408,8	786,3	5.236,4	227,3	3.141,1
2009 Ene	24.499,6	11.860,7	1.003,1	10.857,6	3.032,2	1.622,9	1.409,2	789,3	5.395,2	226,6	3.195,7
Feb	24.440,2	11.833,9	999,7	10.834,2	3.090,9	1.660,7	1.430,2	777,1	5.309,8	230,9	3.197,6
Mar	24.155,7	11.802,4	988,8	10.813,5	3.164,5	1.711,6	1.452,9	773,6	5.036,6	229,7	3.149,0
Abr	24.240,4	11.809,5	1.000,3	10.809,1	3.209,1	1.733,1	1.476,0	798,9	5.098,4	228,7	3.095,8
May ^(p)	23.914,5	11.798,5	992,6	10.805,9	3.219,3	1.746,0	1.473,2	796,4	4.959,2	229,2	2.911,9
Operaciones											
2006	1.999,3	874,8	-14,2	889,0	13,0	-94,0	107,1	97,9	805,5	6,4	201,7
2007	2.573,3	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	781,3	-0,5	490,0
2008	1.611,0	601,2	12,5	588,7	373,0	58,1	314,9	-56,0	-71,2	-2,1	766,1
2008 IV	223,2	-43,9	-9,3	-34,6	207,5	52,4	155,1	-70,9	-318,8	0,9	448,3
2009 I	-136,0	8,2	1,6	6,6	185,2	143,5	41,7	-0,8	-279,2	0,9	-50,4
2009 Ene	98,5	41,5	15,4	26,2	49,3	56,0	-6,7	11,1	-34,5	-2,2	33,3
Feb	90,2	25,5	3,3	22,2	59,0	37,1	21,9	7,6	-106,3	4,4	14,2
Mar	-144,3	-7,8	-10,4	2,6	76,8	50,4	26,5	-4,3	-138,3	-1,2	-69,5
Abr	59,3	6,5	11,6	-5,1	45,4	21,3	24,1	21,8	40,6	-1,0	-54,1
May ^(p)	-210,1	6,2	-7,4	13,6	21,9	19,8	2,1	-3,0	-52,0	0,4	-184,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	19.710,1	592,3	157,8	7.917,7	614,6	2.569,8	1.285,5	4.026,7	2.537,7	7,9
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,6	1.492,7	4.599,4	3.077,7	-56,5
2008 III	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.906,9	1.563,9	5.178,6	3.252,1	-68,7
IV	24.107,5	723,0	259,6	9.727,1	726,3	2.828,2	1.613,6	4.779,3	3.567,2	-117,1
2009 Ene	24.499,6	712,3	325,1	9.774,1	759,9	2.824,3	1.658,9	5.009,5	3.576,2	-140,9
Feb	24.440,2	716,0	339,1	9.782,3	779,9	2.848,9	1.670,3	4.870,6	3.550,1	-117,3
Mar	24.155,7	720,0	351,7	9.808,5	780,9	2.794,4	1.662,8	4.648,1	3.484,1	-95,0
Abr	24.240,4	729,2	338,1	9.889,5	782,1	2.802,2	1.665,2	4.676,9	3.467,6	-110,8
May ^(p)	23.914,5	732,0	331,1	9.893,7	771,8	2.794,7	1.680,8	4.478,4	3.313,2	-81,6
Operaciones										
2006	1.999,3	59,4	-15,2	681,4	27,6	284,3	59,7	600,6	253,6	48,0
2007	2.573,3	45,8	-13,4	838,8	54,5	270,0	150,1	774,5	465,7	-13,1
2008	1.611,0	83,3	106,1	606,7	29,8	-27,8	142,5	64,8	664,7	-59,2
2008 IV	223,2	65,8	68,4	204,7	-10,4	-79,7	44,9	-393,8	372,2	-48,9
2009 I	-136,0	-4,4	89,2	25,3	55,9	-44,5	36,5	-195,4	-96,2	-2,4
2009 Ene	98,5	-12,0	62,5	-21,4	34,8	-39,1	21,2	86,1	37,8	-71,3
Feb	-90,2	3,6	14,0	8,8	20,2	22,4	8,7	-150,9	-36,2	19,1
Mar	-144,3	4,0	12,7	37,9	1,0	-27,8	6,6	-130,7	-97,9	49,8
Abr	59,3	9,3	-13,2	77,9	2,5	3,1	5,7	7,8	-14,0	-19,6
May ^(p)	-210,1	2,8	-7,1	14,9	0,5	16,6	18,0	-86,6	-179,7	10,6

Fuente: BCE.

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro		Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾				
	M2		M3-M2					5	6	7	8			
	M1	M2-M1	3	4										
Saldos vivos														
2006	3.685,1	2.959,0	6.644,1	1.099,6	7.743,7	-	5.427,8	2.319,8	10.619,0	9.148,3	-	637,3		
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,5	8.664,6	-	5.968,1	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	634,7		
2008 III	3.894,3	3.986,1	7.880,4	1.367,3	9.247,7	-	6.123,8	2.443,8	12.801,8	10.793,3	-	434,7		
IV	3.981,9	4.046,2	8.028,2	1.379,0	9.407,2	-	6.294,2	2.562,1	12.985,7	10.784,7	-	430,0		
2009 Ene	4.103,7	3.986,1	8.089,8	1.310,0	9.399,8	-	6.444,1	2.625,6	13.084,3	10.872,0	-	369,6		
Feb	4.137,1	3.980,0	8.117,1	1.325,0	9.442,1	-	6.491,0	2.657,8	13.089,8	10.861,5	-	421,4		
Mar	4.123,3	3.960,5	8.083,8	1.313,0	9.396,8	-	6.457,1	2.688,5	13.041,8	10.811,4	-	388,4		
Abr	4.200,5	3.960,0	8.160,6	1.314,6	9.475,2	-	6.477,5	2.714,2	13.017,4	10.793,8	-	451,1		
May ^(p)	4.189,7	3.936,3	8.126,1	1.282,4	9.408,5	-	6.509,0	2.722,8	13.018,6	10.794,7	-	530,7		
Operaciones														
2006	260,5	308,8	569,2	130,1	699,3	-	428,2	-112,2	1.102,7	896,5	964,5	204,0		
2007	148,8	529,7	678,5	224,3	902,8	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	5,0		
2008	125,9	487,0	612,9	44,3	657,2	-	174,0	70,6	843,2	587,5	749,3	-137,5		
2008 IV	85,0	57,2	142,3	9,8	152,1	-	9,6	51,5	54,7	-11,3	79,2	42,6		
2009 I	107,5	-103,9	3,6	-61,9	-58,3	-	130,0	109,9	27,5	-11,3	11,8	-56,8		
2009 Ene	83,3	-84,8	-1,5	-63,8	-65,3	-	78,6	47,6	36,8	24,8	32,5	-109,6		
Feb	33,4	-5,1	28,3	15,2	43,4	-	41,7	31,7	12,4	-9,4	-3,6	42,8		
Mar	-9,2	-14,0	-23,2	-13,3	-36,4	-	9,7	30,6	-21,7	-26,7	-17,1	10,0		
Abr	93,1	-16,2	76,9	2,7	79,6	-	15,9	25,6	-27,5	-18,4	-3,5	62,5		
May ^(p)	-7,3	-18,5	-25,8	-23,3	-49,1	-	61,5	15,8	22,5	17,7	23,8	55,0		
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,0		
2007 Dic	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	5,0		
2008 Sep	1,2	17,8	9,0	7,4	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,4	-223,9		
Dic	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-137,5		
2009 Ene	5,1	10,0	7,5	-2,6	5,9	6,4	3,5	5,1	6,4	5,1	6,6	-238,2		
Feb	6,2	7,7	7,0	-0,7	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	5,9	-176,6		
Mar	5,9	6,3	6,1	-1,1	5,0	5,2	4,4	7,7	4,7	3,2	4,7	-135,5		
Abr	8,4	3,4	5,9	-1,2	4,9	4,5	4,3	8,0	3,7	2,3	3,9	-25,6		
May ^(p)	7,9	2,0	5,0	-3,5	3,7	-	4,9	8,3	3,1	1,8	3,4	78,3		

C1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

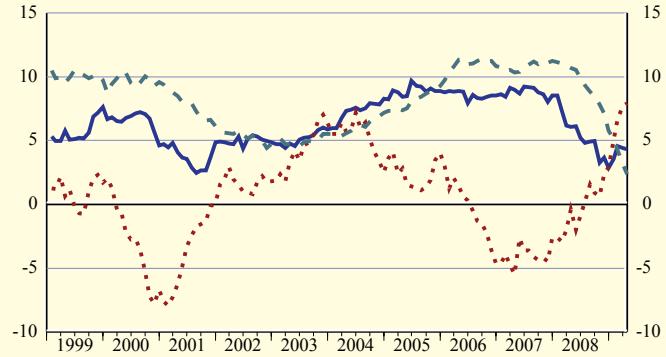
M1
M3



C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

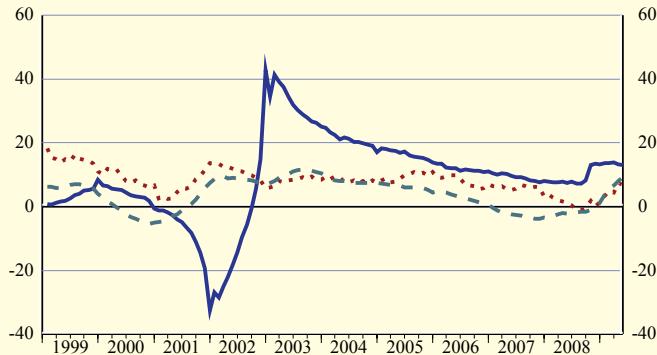
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2006	578,4	3.106,7	1.404,9	1.554,1	267,1	636,5	196,0	2.385,7	102,0	1.659,9	1.280,2
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,4	686,2	314,9	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,6
2008 III	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.616,7	114,8	1.833,3	1.558,9
IV	710,0	3.271,9	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,8	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,0
2009 Ene	716,8	3.386,9	2.387,9	1.598,3	322,8	768,2	219,0	2.627,2	123,7	2.038,2	1.655,0
Feb	721,8	3.415,3	2.355,6	1.624,4	327,7	779,9	217,3	2.641,7	123,0	2.057,8	1.668,4
Mar	727,5	3.395,8	2.318,2	1.642,4	337,5	780,5	195,0	2.600,2	124,2	2.075,6	1.657,0
Abr	729,8	3.470,8	2.292,7	1.667,4	337,1	770,6	206,9	2.594,9	125,9	2.089,4	1.667,2
May ^(p)	730,0	3.459,7	2.257,1	1.679,2	326,1	753,3	203,0	2.584,9	128,2	2.099,9	1.696,0
Operaciones											
2006	57,3	203,1	297,9	10,8	30,1	29,9	70,0	216,4	15,3	137,6	58,9
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,4	42,5	467,2	19,8	48,1	33,2	-37,0	10,8	0,6	20,8	141,9
2008 IV	47,1	37,9	22,2	35,0	13,2	13,7	-17,1	-46,5	6,5	6,4	43,2
2009 I	16,1	91,4	-178,5	74,6	-16,7	25,7	-70,8	13,1	2,2	77,3	37,4
2009 Ene	5,4	77,9	-115,1	30,3	-31,5	13,2	-45,4	14,2	1,7	38,8	23,9
Feb	5,1	28,4	-31,3	26,1	4,9	11,9	-1,7	12,3	-0,7	19,2	10,8
Mar	5,6	-14,9	-32,1	18,2	9,9	0,5	-23,7	-13,4	1,2	19,2	2,7
Abr	2,3	90,7	-41,8	25,6	-0,4	-8,6	11,7	-9,8	1,0	11,3	13,4
May ^(p)	0,2	-7,5	-30,5	11,9	-10,9	-6,8	-5,6	15,9	2,2	12,3	31,1
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 Dic	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 Sep	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,4	2,3	-5,6	3,8	12,2
Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,2	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 Ene	13,7	3,4	14,6	3,9	5,9	2,8	-25,3	0,2	0,6	2,9	10,4
Feb	13,6	4,8	9,4	5,6	5,4	3,8	-20,1	1,3	1,3	4,1	10,8
Mar	13,8	4,4	6,2	6,6	8,5	4,2	-27,1	0,6	3,7	5,0	10,4
Abr	13,2	7,4	0,3	8,0	3,6	3,2	-20,2	-0,2	5,1	5,4	10,4
May ^(p)	13,1	6,9	-2,8	9,3	1,9	2,7	-26,5	0,0	7,7	5,6	12,3

C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

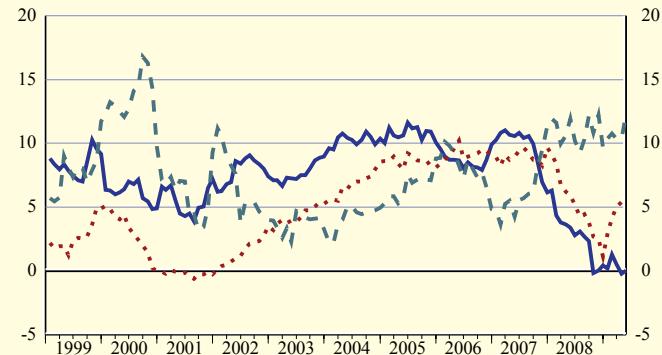
- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Valores distintos de acciones a más de 2 años
- Depósitos disponibles a plazo de 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^{1),2)}

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras				Hogares ⁴⁾			
			Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	92,2	703,9	3.836,9	1.141,6	707,0	1.988,3	4.515,3	584,2	3.194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008 III	102,0	1.002,9	4.769,5	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1
IV	103,7	974,6	4.824,2	1.384,0	960,8	2.479,4	4.882,1	630,6	3.482,1	769,4
2009 Ene	98,2	990,3	4.884,6	1.394,3	978,1	2.512,2	4.898,9	639,6	3.488,9	770,3
Feb	96,2	986,0	4.880,0	1.374,1	980,7	2.525,2	4.899,2	640,8	3.490,9	767,6
Mar	103,2	970,4	4.848,3	1.348,1	974,0	2.526,2	4.889,6	640,8	3.482,4	766,3
Abr	101,6	961,1	4.841,8	1.332,8	979,0	2.530,0	4.889,2	635,5	3.483,8	769,9
May ^(p)	101,6	978,0	4.827,4	1.324,7	974,7	2.527,9	4.887,8	634,0	3.481,9	771,9
Operaciones										
2006	20,2	86,9	444,8	100,9	123,0	220,8	344,7	42,3	281,9	20,4
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	90,0	421,7	88,5	120,1	213,1	80,1	10,7	52,0	17,3
2008 IV	1,6	-29,4	55,2	-4,0	24,4	34,8	-38,7	-6,6	-34,9	2,8
2009 I	-3,9	-11,2	10,9	-39,2	8,6	41,6	-7,1	2,5	-7,6	-2,0
2009 Ene	-5,7	5,2	28,7	-0,3	9,2	19,8	-3,5	-0,1	-3,3	-0,1
Feb	-2,0	-5,7	-3,4	-19,3	2,6	13,2	1,7	1,7	2,2	-2,2
Mar	3,7	-10,7	-14,4	-19,6	-3,2	8,5	-5,4	0,9	-6,5	0,2
Abr	-1,6	-10,4	-3,6	-14,8	5,5	5,6	-2,9	-5,3	0,5	1,9
May ^(p)	0,1	20,8	-4,7	-5,0	-1,7	2,0	1,6	-1,0	-0,2	2,9
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 Sep	-8,0	18,8	12,1	9,8	17,5	11,4	3,8	4,5	4,0	2,5
Dic	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Ene	-4,7	8,3	9,0	6,1	13,0	9,1	1,2	1,5	0,9	1,9
Feb	-8,1	7,8	7,8	3,3	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
Mar	-5,5	3,5	6,3	0,0	10,5	8,3	0,4	0,9	0,1	1,3
Abr	-2,0	0,6	5,3	-1,3	10,0	7,2	0,0	-0,4	-0,2	1,6
May ^(p)	-3,0	-0,1	4,4	-2,3	9,1	6,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,8

C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C6 Préstamos a hogares²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4.386,2	1.278,0	859,2	2.249,1
2008 III	101,8	78,0	6,4	17,5	1.011,6	616,3	169,5	225,8	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
IV	92,3	68,5	5,7	18,0	960,8	553,9	168,8	238,0	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 Feb	94,3	70,1	6,5	17,6	982,6	560,0	179,6	243,0	4.869,1	1.367,1	978,8	2.523,2
Mar	102,0	75,6	6,3	20,2	986,9	569,1	180,0	237,8	4.844,0	1.345,3	974,4	2.524,3
Abr	103,6	77,1	5,8	20,7	983,9	562,5	180,4	241,0	4.844,7	1.336,9	978,6	2.529,3
May ^(p)	105,6	78,8	5,8	21,0	993,4	575,5	179,2	238,8	4.827,0	1.321,3	975,4	2.530,3
Operaciones												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,4	27,2	21,5	42,7	421,7	87,7	120,1	213,9
2008 IV	-9,7	-9,6	-0,6	0,6	-51,9	-60,8	0,1	8,8	66,5	-5,7	25,0	47,2
2009 I	6,4	5,7	0,6	0,1	19,1	10,5	11,2	-2,6	3,9	-36,3	9,3	30,9
2009 Feb	-2,5	-2,6	0,0	0,1	-3,6	-7,6	1,2	2,7	-11,4	-21,8	2,1	8,4
Mar	4,6	4,3	-0,2	0,5	9,2	12,2	1,2	-4,2	-7,7	-15,4	-0,9	8,5
Abr	1,6	1,5	-0,5	0,6	-4,1	-7,4	0,1	3,2	3,6	-7,9	4,6	6,9
May ^(p)	2,2	1,8	0,0	0,4	13,5	15,2	-0,5	-1,1	-8,0	-12,6	-0,5	5,0
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 Sep	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	18,9	15,6	24,5	24,7	12,1	9,8	17,5	11,4
Dic	3,9	-4,0	23,7	5,0	10,7	5,4	14,6	22,2	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 Feb	-8,3	-10,1	-17,1	4,4	7,5	-1,0	19,8	22,7	7,8	3,2	12,0	8,7
Mar	-5,3	-7,3	-17,2	10,4	3,5	-5,2	19,7	17,4	6,3	0,1	10,5	8,3
Abr	-2,1	-2,3	-24,1	8,5	0,7	-9,5	19,1	18,4	5,3	-1,3	10,0	7,2
May ^(p)	-3,2	-4,6	-21,7	11,2	-0,1	-9,2	16,5	16,1	4,4	-2,3	9,0	6,5

3. Préstamos a hogares⁴⁾

	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
Saldos vivos													
2007	4.794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3.423,3	15,9	73,7	3.333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 III	4.925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3.519,9	16,8	71,7	3.431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
IV	4.888,2	632,8	138,8	196,1	298,0	3.484,8	17,2	67,5	3.400,2	770,5	155,0	90,5	524,9
2009 Feb	4.887,6	635,4	135,9	201,8	297,8	3.485,8	17,1	65,5	3.403,3	766,4	150,4	88,9	527,0
Mar	4.879,9	637,8	137,5	201,7	298,7	3.477,0	17,3	66,9	3.392,8	765,1	150,7	88,3	526,1
Abr	4.876,3	633,8	135,7	199,9	298,2	3.475,1	17,1	66,8	3.391,2	767,4	148,2	88,4	530,8
May ^(p)	4.879,2	632,7	134,5	199,4	298,8	3.476,8	17,3	66,6	3.392,9	769,7	147,2	88,5	534,1
Operaciones													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008	79,4	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,4	1,1	-3,8	54,1	17,4	2,5	-5,3	20,2
2008 IV	-39,4	-5,9	-0,3	-5,7	0,1	-37,2	0,3	-2,3	-35,2	3,7	0,8	-1,9	4,7
2009 I	-22,8	-2,7	-1,2	-2,1	0,6	-15,8	0,1	-2,0	-13,8	-4,3	-4,2	-2,0	1,9
2009 Feb	-4,7	-1,8	-1,0	-0,9	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,8	-1,9	-0,6	0,7
Mar	-3,4	3,2	1,9	0,0	1,3	-6,9	0,2	0,1	-7,2	0,2	0,7	-0,4	0,0
Apr	-6,1	-4,1	-1,7	-1,7	-0,7	-2,7	-0,4	-0,2	-2,1	0,7	-2,5	0,2	3,0
May ^(p)	5,9	-0,6	-1,1	-0,3	0,8	3,3	0,2	-0,1	3,3	3,2	-0,7	0,1	3,8
Tasas de crecimiento													
2007 Dic	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 Sep	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
Dic	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 Feb	0,7	1,1	0,3	-4,3	5,4	0,4	7,5	-7,6	0,6	1,4	0,6	-7,4	3,4
Mar	0,4	0,9	1,1	-4,5	4,7	0,1	7,1	-7,2	0,2	1,3	-0,2	-7,7	3,6
Apr	0,0	-0,4	0,1	-6,1	3,4	-0,2	4,6	-7,2	-0,1	1,5	-1,0	-5,5	3,7
May ^(p)	-0,1	-0,6	-0,9	-6,0	3,4	-0,5	7,3	-7,4	-0,4	1,8	-0,7	-5,2	3,9

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) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

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

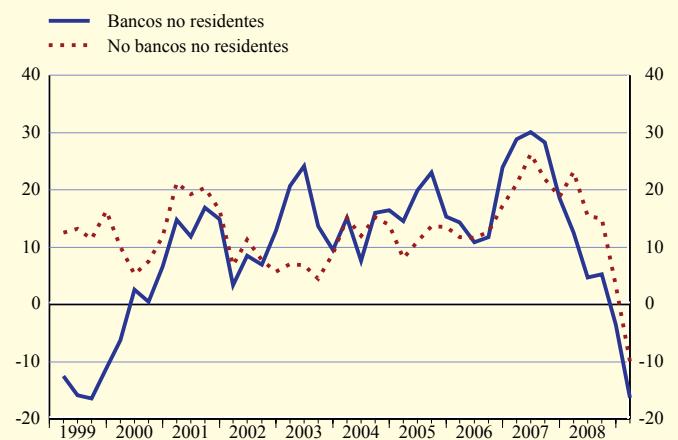
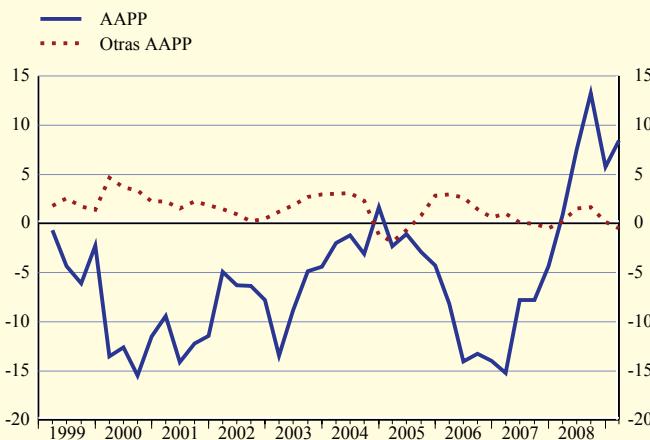
	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 II	974,0	220,4	215,1	496,4	42,0	3.321,2	2.312,5	1.008,8	63,0	945,8
III	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
IV	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 I ^(p)	970,1	229,4	205,6	512,8	22,3	3.056,5	2.114,5	942,0	57,1	884,9
Operaciones										
2006	-13,2	-17,5	-14,3	22,0	-3,4	536,5	408,5	128,0	-0,1	128,1
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 II	17,7	9,7	2,1	1,1	4,8	-98,9	-93,4	-5,4	1,6	-7,0
III	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
IV	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 I ^(p)	1,5	2,1	-4,4	3,8	0,1	-236,8	-201,6	-41,4	-1,9	-39,6
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Jun	2,4	7,5	-1,8	2,4	11,7	7,8	4,7	15,4	9,5	15,8
Sep	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 Mar ^(p)	1,5	8,4	-3,6	3,9	-40,0	-14,2	-16,3	-9,9	-6,8	-10,1

C7 Préstamos a las AAPP²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

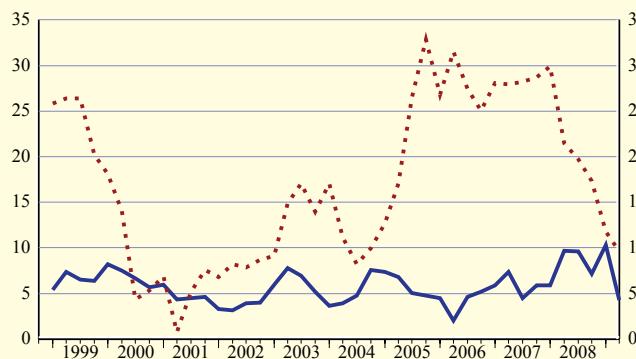
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2006	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1.135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 III	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1.634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
IV	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 Ene	766,4	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.802,3	341,9	363,6	878,9	12,9	0,1	204,9
Feb	759,8	92,3	98,7	544,5	1,4	1,5	21,3	1.819,6	342,3	359,5	891,8	14,1	0,1	212,0
Mar	763,4	91,7	99,7	546,7	2,3	1,5	21,4	1.839,4	333,4	348,8	908,0	14,4	0,0	234,7
Abr	765,7	90,0	101,1	550,4	1,8	1,5	20,8	1.867,3	325,9	372,6	914,6	16,1	0,0	238,1
May ^(p)	758,9	83,5	100,5	551,8	1,9	1,5	19,7	1.855,0	308,7	364,6	926,6	15,8	0,0	239,2
Operaciones														
2006	36,4	2,0	4,9	25,4	-0,3	0,0	4,4	247,4	45,2	67,0	129,8	0,3	0,1	4,9
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2008 IV	36,7	8,5	26,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,7	13,7	-2,3	-23,5	27,8	0,6	0,0	11,1
2009 I	-6,9	5,5	-18,9	7,8	0,5	0,0	-1,7	31,4	10,6	-72,2	53,2	2,1	0,0	37,7
2009 Ene	-1,0	15,4	-18,6	5,1	0,1	0,0	-2,9	-10,4	17,9	-58,7	22,0	0,5	0,0	7,8
Feb	-6,6	-7,5	-1,0	0,5	0,2	0,0	1,2	16,2	-0,3	-4,2	12,5	1,2	0,0	7,1
Mar	0,8	-2,4	0,8	2,2	0,2	0,0	0,1	25,7	-7,0	-9,3	18,7	0,5	0,0	22,9
Abr	2,2	-1,7	1,3	3,7	-0,5	0,0	-0,6	26,5	8,8	8,5	4,2	1,7	0,0	3,4
May ^(p)	-6,5	-6,4	-0,5	1,5	0,1	0,0	-1,1	-15,7	-6,1	13,6	-0,2	0,0	0,0	1,2
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Sep	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
Dic	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 Ene	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,6	10,0	-2,3	-	25,3
Feb	6,8	26,0	24,5	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,8	-1,5	12,9	14,9	-	28,3
Mar	4,3	8,8	13,8	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-1,7	-3,4	13,9	6,4	-	39,4
Abr	4,7	16,5	10,3	2,7	-13,5	-	-8,1	9,0	7,9	-9,4	13,5	11,7	-	31,9
May ^(p)	4,1	16,5	6,6	2,7	-1,0	-	-9,5	7,4	0,5	-9,9	12,6	22,6	-	32,0

C9 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

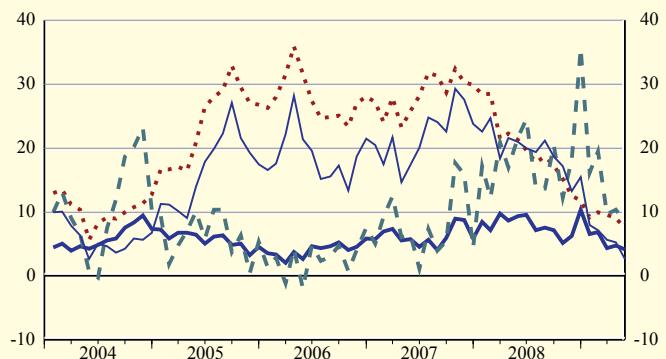
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

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

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

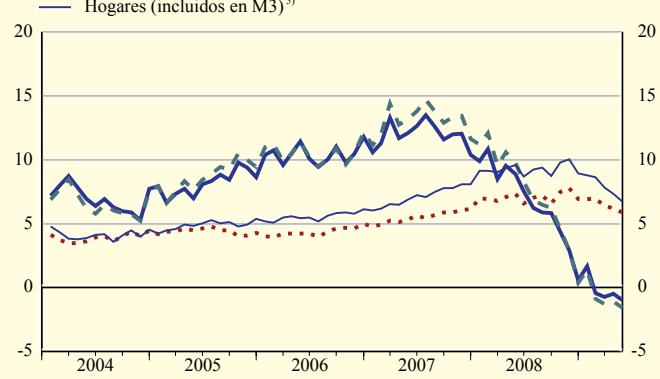
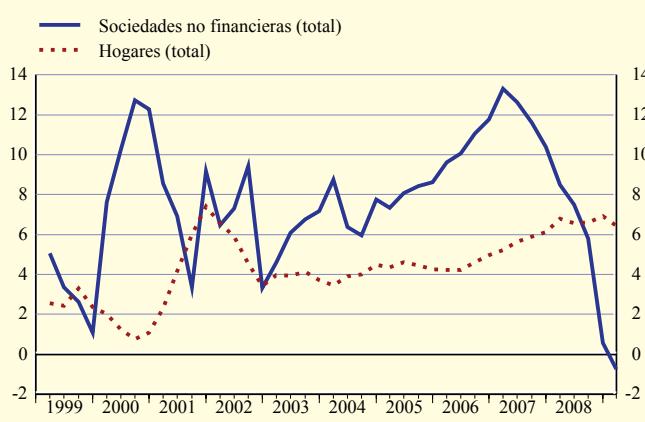
	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2006	1.352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4.551,7	1.751,4	668,9	607,4	1.354,3	99,8	70,0
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008 III	1.517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5.203,5	1.751,0	1.270,4	525,1	1.446,0	103,0	108,0
IV	1.516,4	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 Ene	1.494,4	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	21,3	5.439,6	1.859,0	1.335,8	522,8	1.530,9	114,4	76,6
Feb	1.479,3	867,1	483,8	68,6	35,8	1,3	22,7	5.448,9	1.883,3	1.309,4	522,7	1.549,3	114,3	69,9
Mar	1.487,5	878,2	479,7	70,3	38,7	1,3	19,2	5.447,0	1.900,0	1.280,7	524,5	1.565,4	114,9	61,4
Abr	1.502,6	881,6	485,3	71,8	42,8	1,4	19,7	5.482,8	1.957,7	1.241,6	528,0	1.582,9	115,8	56,8
May ^(p)	1.512,2	897,2	475,0	72,2	46,1	1,4	20,4	5.496,4	1.986,2	1.214,2	531,7	1.592,8	117,3	54,2
Operaciones														
2006	143,0	86,8	56,0	3,5	-3,6	0,1	0,1	215,1	65,6	137,5	-23,0	2,4	15,3	17,2
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,6	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2008 IV	-2,9	9,0	-13,4	0,7	-2,3	-0,1	-1,4	163,1	63,2	76,7	-7,0	44,0	10,6	-24,4
2009 I	-39,0	-17,0	-33,0	4,3	11,1	0,0	-4,4	40,3	64,0	-81,0	4,1	75,0	0,5	-22,2
2009 Ene	-38,6	-15,7	-26,8	2,2	4,1	0,0	-2,4	29,0	22,3	-28,8	2,3	40,3	0,0	-7,1
Feb	-14,2	-16,4	-4,3	1,6	3,4	0,0	1,4	10,3	24,3	-25,3	-0,3	18,3	-0,1	-6,6
Mar	13,9	15,1	-1,9	0,6	3,5	0,0	-3,5	1,0	17,4	-26,8	2,0	16,3	0,6	-8,5
Abr	15,4	4,2	5,2	1,4	4,2	0,0	0,5	34,4	56,5	-39,4	3,5	18,1	0,3	-4,7
May ^(p)	12,7	17,1	-8,9	0,6	3,2	0,0	0,6	15,7	28,9	-25,8	3,7	10,0	1,4	-2,6
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Sep	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
Dic	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Ene	1,7	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-4,5	6,9	4,1	24,7	-6,5	4,5	1,5	-16,5
Feb	-0,4	1,6	-6,3	11,0	20,7	-11,0	-2,7	6,9	6,4	19,4	-5,7	5,8	2,2	-27,1
Mar	-0,7	1,2	-6,8	12,3	31,5	-9,5	-16,0	6,4	6,8	15,1	-4,5	6,6	4,7	-35,8
Abr	-0,5	2,7	-9,8	13,3	50,9	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,1	7,8	6,2	-41,8
May ^(p)	-1,0	2,9	-12,2	12,8	64,2	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,6	8,9	-46,8

C11 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

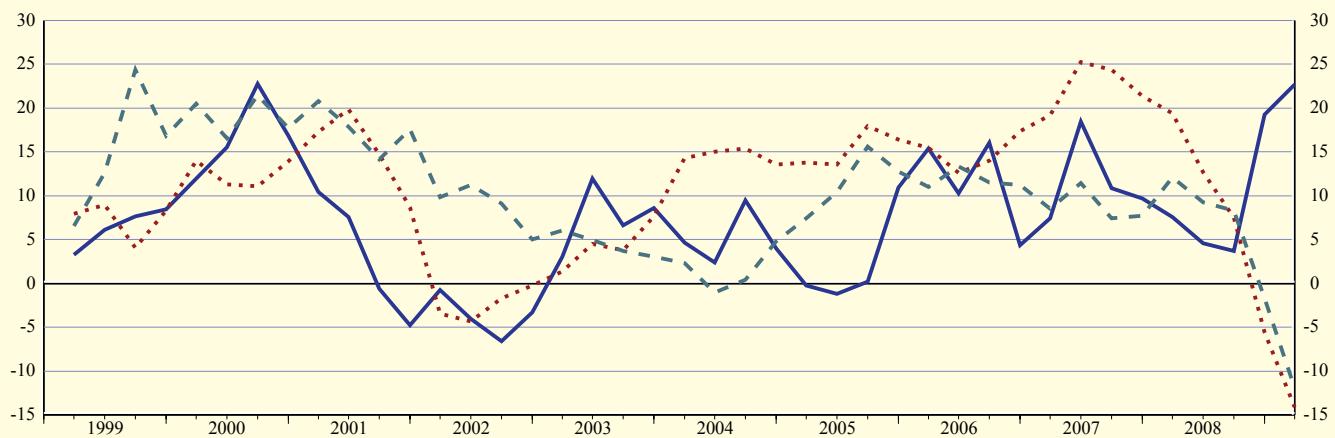
3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 II	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,2	979,4	129,3	850,1
III	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
IV	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 I ^(p)	464,0	216,1	50,6	113,5	83,8	3.662,5	2.793,6	868,8	63,1	805,7
Operaciones										
2006	13,6	-24,6	7,0	7,6	23,6	475,9	387,2	88,7	6,6	82,1
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 II	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,7	21,2
III	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
IV	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 I ^(p)	15,2	22,4	-1,7	-3,4	-2,2	-104,7	-63,8	-41,7	-3,0	-38,7
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,3
2008 Jun	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,7	9,2	-0,2	10,8
Sep	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
Dic	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 Mar ^(p)	22,7	52,5	2,2	4,6	7,4	-13,5	-14,1	-11,9	-24,5	-9,9

C13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

— AAPP
- - - Bancos no residentes
- - - No bancos no residentes



Fuente: BCE.

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

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

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

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

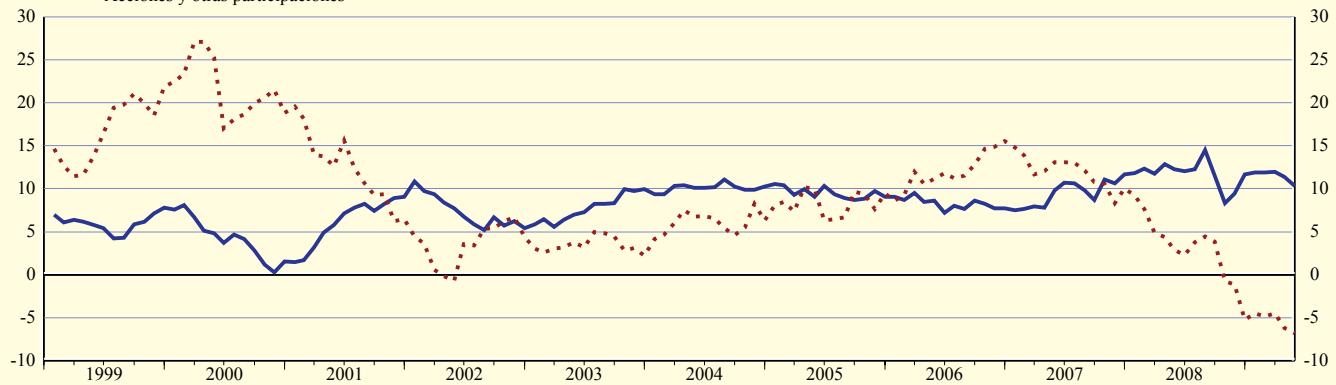
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el periodo)

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2006	4.671,3	1.564,7	72,3	1.262,7	16,1	615,7	30,1	1.109,8	1.465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008 III	5.516,3	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.057,4	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
IV	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,3	776,4	277,4
2009 Ene	6.048,8	1.948,2	103,1	1.285,0	23,4	1.351,3	55,4	1.282,4	1.489,8	425,4	779,7	284,7
Feb	6.134,4	1.969,9	107,0	1.321,5	21,0	1.371,7	55,9	1.287,4	1.463,7	421,0	768,0	274,8
Mar	6.144,6	1.985,6	103,5	1.368,3	20,6	1.399,7	50,7	1.216,3	1.457,6	421,9	764,5	271,2
Abr	6.217,6	2.016,4	102,9	1.385,7	20,9	1.422,7	50,9	1.218,1	1.492,7	429,6	789,1	273,9
May ^(p)	6.234,2	2.043,8	107,0	1.403,9	19,2	1.423,1	47,6	1.189,6	1.489,7	429,5	786,3	273,8
Operaciones												
2006	340,2	123,6	10,7	-120,1	0,7	100,2	6,5	218,7	197,3	62,5	96,4	38,4
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,5	-50,5
2008 IV	217,3	79,5	-8,2	37,6	3,4	152,7	2,4	-50,1	-86,1	-8,7	-71,3	-6,0
2009 I	263,2	98,8	8,6	135,3	0,3	44,3	-2,6	-21,4	-3,8	0,5	-0,9	-3,4
2009 Ene	125,4	59,0	3,8	52,4	2,1	-6,8	0,2	14,8	24,0	4,4	11,0	8,6
Feb	87,7	24,8	3,7	36,9	-2,4	21,7	0,0	3,1	-17,9	-2,8	-7,6	-7,5
Mar	50,0	14,9	1,1	46,1	0,6	29,4	-2,8	-39,3	-9,8	-1,0	-4,3	-4,5
Abr	63,0	30,5	-2,2	17,7	0,2	24,6	-0,3	-7,5	28,7	5,2	21,7	1,7
May ^(p)	53,8	24,8	6,6	22,2	-0,8	3,2	-1,3	-0,9	-4,6	-1,3	-3,1	-0,2
Tasas de crecimiento												
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,1	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 Dic	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Sep	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,9	11,0	7,9	-14,6
Dic	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Ene	11,9	14,4	4,0	6,2	16,4	30,8	44,1	0,1	-4,5	5,2	-6,5	-12,1
Feb	11,9	13,9	6,2	9,4	19,0	29,8	45,2	-1,6	-4,9	2,4	-5,3	-13,6
Mar	12,0	14,6	10,7	12,6	16,0	30,7	3,3	-5,1	-4,5	-0,1	-6,1	-6,4
Abr	11,3	15,0	3,8	12,9	20,4	28,9	-3,7	-6,9	-6,2	-0,2	-9,1	-6,6
May ^(p)	10,3	13,7	2,8	14,1	18,5	26,1	-6,3	-8,3	-6,8	-2,9	-8,8	-6,7

C14 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares³⁾

	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
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,5	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 IV	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2009 I	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2009 Ene	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
Feb	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
Mar	-0,7	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	-0,5
Abr	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
May ^(p)	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,3

2. Saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año	
	1	2	3	4	5	6	7	
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7	
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8	
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2	
2008 IV	-5,5	-1,2	-2,7	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1	
2009 I	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3	
2009 Ene	-1,8	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5	
Feb	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	
Mar	-3,9	-2,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,3	-0,6	
Abr	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2	
May ^(p)	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	

3. Revalorización 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
2006	-12,2	0,7	-0,3	-10,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	28,9	3,4	17,3	8,2
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2008 IV	-12,9	-0,8	0,1	7,6	0,1	-10,1	-1,2	-8,6	-28,2	-7,2	-14,8	-6,1
2009 I	-15,9	-0,7	-0,1	-3,1	0,0	-4,0	0,4	-8,3	-16,2	-3,5	-11,5	-1,1
2009 Ene	-9,1	1,1	0,0	-3,6	0,0	-0,9	0,1	-5,9	-11,7	-3,9	-8,2	0,4
Feb	-5,5	-2,5	0,0	-0,3	0,0	-1,7	0,2	-1,1	-8,2	-1,6	-4,1	-2,4
Mar	-1,3	0,7	0,0	0,8	0,0	-1,4	0,0	-1,3	3,7	2,0	0,9	0,9
Abr	-0,1	1,1	0,2	-0,4	0,0	-1,7	0,2	0,6	6,5	2,5	2,9	1,1
May ^(p)	-3,3	0,3	-0,1	-1,3	-0,2	-0,8	0,0	-1,2	2,2	1,2	0,9	0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM¹⁾²⁾

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total		USD	JPY	CHF			Total		USD	JPY	CHF
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
De residentes en la zona del euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 II	6.284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
III	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
IV	6.858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I ^(p)	6.604,4	90,9	9,1	6,4	0,3	1,1	0,7	10.001,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
De no residentes en la zona del euro														
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,5	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 II	3.041,2	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,4	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3
III	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
IV	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 I ^(p)	2.793,6	47,1	52,9	34,1	2,6	2,5	10,8	868,8	53,2	46,8	30,8	1,3	1,9	8,6

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro						
			Total		USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7		
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5		
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4		
2008 II	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5		
III	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3		
IV	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5		
2009 I ^(p)	5.194,0	83,3	16,7	8,7	1,9	1,8	2,5		

Fuente: BCE.

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

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

3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM^{1) 2)}

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

3. Préstamos

Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	IFM ³⁾							No IFM								
		Monedas distintas del euro							Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro						
		Total		USD	JPY	CHF	GBP	Total		USD	JPY	CHF	GBP				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
A residentes en la zona del euro																	
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5		
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6		
2008 II	6.012,5	-	-	-	-	-	-	-	11.613,6	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6		
III	6.355,5	-	-	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5		
IV	6.317,6	-	-	-	-	-	-	-	11.735,8	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4		
2009 I ^(o)	6.119,5	-	-	-	-	-	-	-	11.783,0	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4		
A no residentes en la zona del euro																	
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6			
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2			
2008 II	2.312,5	46,6	53,4	29,2	2,3	2,9	12,7	1.008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7			
III	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0			
IV	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4			
2009 I ^(o)	2.114,5	44,7	55,3	31,0	2,9	2,9	13,0	942,0	38,1	61,9	44,4	1,1	4,3	7,7			

4. Valores distintos de acciones

Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	IFM ³⁾							No IFM								
		Monedas distintas del euro							Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro						
		Total		USD	JPY	CHF	GBP	Total		USD	JPY	CHF	GBP				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Emitidos por residentes en la zona del euro																	
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7			
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5			
2008 II	1.897,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,8	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5			
III	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4			
IV	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4			
2009 I ^(o)	2.089,1	95,0	5,0	2,7	0,1	0,4	1,3	2.839,2	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4			
Emitidos por no residentes en la zona del euro																	
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2			
2007	582,3	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6			
2008 II	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4			
III	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5			
IV	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0			
2009 I ^(o)	593,6	51,9	48,1	27,6	0,3	1,6	14,0	622,7	34,4	65,6	38,6	5,9	0,8	15,1			

Fuente: BCE.

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

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

3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro¹⁾

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

1. Activo

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos				
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9				
2007 III	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6				
IV	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0				
2008 I	5.160,6	365,5	1.857,8	164,8	1.693,0	1.670,3	719,8	197,1	350,1				
II	5.015,2	359,3	1.807,2	157,5	1.649,7	1.624,4	690,7	204,9	328,7				
III	4.713,2	377,1	1.747,3	148,1	1.599,2	1.411,3	641,3	202,8	333,3				
IV ^(p)	4.242,6	349,7	1.704,3	132,1	1.572,2	1.133,6	566,0	196,3	292,7				

2. Pasivo

	Total	Depósitos y préstamos recibidos		Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
		1	2	3	4
2007 III	5.892,8		78,5	5.496,8	317,5
IV	5.781,3		76,8	5.411,5	293,0
2008 I	5.160,6		76,4	4.846,6	237,6
II	5.015,2		74,8	4.720,9	219,5
III	4.713,2		71,0	4.413,4	228,7
IV ^(p)	4.242,6		63,7	3.993,8	185,1

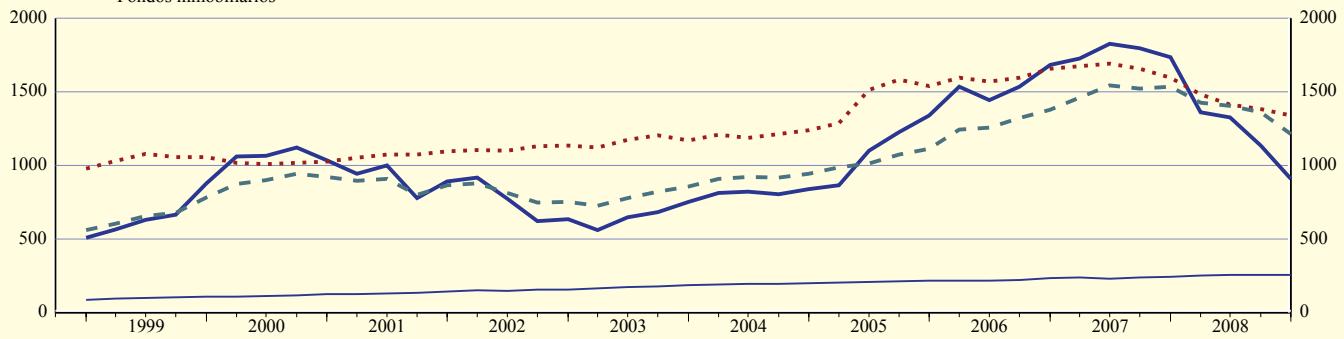
3. Total activo/pasivo: detalle por política de inversión y tipo de inversor

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable	Fondos de renta fija	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Otros fondos	Fondos abiertos al público	Fondos de inversores especiales
		1	2	3	4	5	6	7
2007 III	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
IV	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 I	5.160,6	1.362,6	1.483,3	1.427,8	249,6	637,4	3.778,1	1.382,5
II	5.015,2	1.325,3	1.413,4	1.405,2	256,1	615,3	3.647,1	1.368,1
III	4.713,2	1.132,2	1.382,8	1.358,9	253,1	586,2	3.340,9	1.372,3
IV ^(p)	4.242,6	908,7	1.339,2	1.210,7	254,1	529,9	2.961,6	1.281,0

C15 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)

- Fondos de renta variable
- Fondos de renta fija
- - - Fondos mixtos
- Fondos inmobiliarios



Fuente: BCE.

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

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor
(mm de euros; saldos vivos a fin de periodo)

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
				3	4				
Fondos de renta variable									
2007 III	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
IV	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 I	1.362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1.130,9	65,7	-	51,7
II	1.325,3	54,3	65,0	22,0	43,0	1.088,6	65,7	-	51,6
III	1.132,2	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,2	-	50,2
IV ^(p)	908,7	36,8	65,7	19,4	46,3	715,8	47,2	-	43,3
Fondos de renta fija									
2007 III	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
IV	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 I	1.483,3	124,7	1.167,7	80,3	1.087,5	56,8	45,5	-	88,6
II	1.413,4	115,9	1.118,4	74,6	1.043,7	57,9	42,7	-	78,5
III	1.382,8	128,7	1.073,6	67,9	1.005,6	55,7	41,3	-	83,5
IV ^(p)	1.339,2	120,0	1.042,5	61,1	981,4	60,2	36,3	-	80,2
Fondos mixtos									
2007 III	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
IV	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 I	1.427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
II	1.405,2	99,0	519,9	42,6	477,3	341,6	307,9	0,8	135,9
III	1.358,9	108,9	512,5	42,2	470,4	312,1	287,3	1,1	137,0
IV ^(p)	1.210,7	110,2	495,3	34,0	461,3	244,0	235,7	1,2	124,3
Fondos inmobiliarios									
2007 III	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
IV	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 I	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
II	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,7
III	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9
IV ^(p)	254,1	14,3	4,8	1,1	3,7	14,5	6,8	194,6	19,1

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
Fondos abiertos al público							
2007 III	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
IV	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 I	3.778,1	277,6	1.218,3	1.362,1	514,2	154,1	251,9
II	3.647,1	264,5	1.177,3	1.326,8	485,5	155,0	238,0
III	3.340,9	265,1	1.104,8	1.140,6	440,8	152,4	237,2
IV ^(p)	2.961,6	242,8	1.054,5	934,7	381,4	142,8	205,5
Fondos de inversores especiales							
2007 III	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
IV	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 I	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
II	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
III	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
IV ^(p)	1.281,0	106,9	649,8	198,9	184,6	53,5	87,2

Fuente: BCE.



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
2008 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.190,9	117,4	755,3	59,6	258,6	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	42,1	8,4	23,3	5,0	5,4	
Consumo de capital fijo	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	878,3	57,6	298,0	456,1	66,6	135,6
Intereses	562,2	54,6	95,0	346,1	66,6	85,2
Otra renta de la propiedad	316,1	3,0	203,0	110,0	0,0	50,4
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	318,5	252,3	53,2	12,6	0,4	1,4
Cotizaciones sociales	447,0	447,0				1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	438,2	1,4	15,9	28,3	392,5	0,6
Otras transferencias corrientes	204,9	76,3	26,2	50,3	52,0	8,5
Primas netas de seguros no vida	48,1	34,9	11,5	0,9	0,7	1,5
Indemnizaciones de seguros no vida	48,4			48,4		0,6
Otras	108,4	41,4	14,7	1,0	51,2	6,4
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.836,0	1.315,9			520,1	
Gasto en consumo individual	1.627,3	1.315,9			311,4	
Gasto en consumo colectivo	208,7				208,7	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,9	0,1	-0,2	17,0	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	508,0	156,6	257,3	15,4	78,8	
Formación bruta de capital fijo	505,4	153,2	258,1	15,3	78,8	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	2,6	3,4	-0,8	0,0	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,0	-1,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Transferencias de capital	56,7	9,4	2,8	3,3	41,2	6,6
Impuestos sobre el capital	6,0	5,8	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	50,7	3,6	2,6	3,3	41,2	6,6
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-20,6	79,0	-53,9	17,6	-63,2	20,6
Discrepancia estadística	0,0	18,5	-18,5	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para 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
	2008 IV					
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.110,5	504,8	1.199,2	102,2	304,4	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	241,1					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.351,7					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Remuneración de los asalariados	1.192,7	1.192,7				2,8
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	290,7					-7,5
Renta de la propiedad	867,3	257,0	121,5	463,6	25,2	146,6
Intereses	543,8	81,9	50,6	401,1	10,3	103,6
Otra renta de la propiedad	323,4	175,2	70,8	62,5	14,9	43,0
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	2.010,7	1.679,9	51,1	33,9	245,8	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	319,4					0,4
Cotizaciones sociales	446,9	1,1	17,8	45,9	382,2	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	435,6	435,6				3,2
Otras transferencias corrientes	176,4	96,0	11,7	49,6	19,1	37,0
Primas netas de seguros no vida	48,4					1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	47,4	37,0	9,3	0,7	0,3	1,6
Otras	80,6	59,0	2,4	0,5	18,7	34,1
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.980,4	1.435,6	-14,9	38,1	521,7	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16,9	16,9				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	60,5	15,4	29,8	4,1	11,2	2,8
Impuestos sobre el capital	6,0					0,0
Otras transferencias de capital	54,5	15,4	29,8	4,1	5,2	2,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2008 IV								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.877,0	14.668,4	23.703,7	10.013,8	6.117,4	2.950,0	15.381,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,5				
Efectivo y depósitos		5.910,6	1.806,9	2.572,0	1.707,6	838,3	572,8	4.491,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		70,7	90,4	139,9	382,2	346,7	26,7	743,8
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.275,6	198,4	3.974,9	1.748,8	2.010,8	281,6	2.924,7
Préstamos		64,6	2.516,2	12.867,3	1.958,4	357,7	384,1	1.798,9
de los cuales, a largo plazo		47,5	1.358,5	9.644,5	1.542,4	290,5	327,0	.
Acciones y otras participaciones		4.093,8	6.923,8	1.810,7	3.999,4	2.110,1	1.146,5	4.719,9
Acciones cotizadas		736,3	1.522,8	562,2	1.848,6	535,4	311,4	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.935,6	5.056,0	1.009,6	1.543,7	465,6	697,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.421,9	344,9	238,9	607,1	1.109,1	137,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.210,5	141,3	2,1	0,0	141,4	3,4	155,0
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		251,2	2.991,4	2.115,4	217,4	312,4	534,9	547,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		127,8	191,0	90,2	-58,5	70,0	255,7	-313,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,8				0,8
Efectivo y depósitos		215,9	13,1	-186,0	37,0	38,0	58,7	-323,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-10,9	10,3	15,8	-52,4	-4,4	10,5	85,8
Valores distintos de acciones, largo plazo		-26,7	27,8	165,9	-77,7	-1,6	35,1	-9,3
Préstamos		-0,6	71,5	-121,8	68,8	5,7	69,6	-8,5
de los cuales, a largo plazo		-0,6	20,7	11,5	49,6	-2,2	38,4	.
Acciones y otras participaciones		-63,7	89,5	-68,9	-14,1	29,5	42,0	-62,7
Acciones cotizadas		-22,2	14,7	-31,6	15,1	-6,6	3,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7,2	88,3	-24,2	11,9	14,8	45,8	.
Participaciones en fondos de inversión		-48,7	-13,6	-13,0	-41,1	21,3	-7,0	.
Reservas técnicas de seguro		21,6	-0,3	0,0	0,0	0,7	0,0	-2,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-7,9	-20,9	286,0	-20,1	2,1	39,7	5,7
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-552,5	-823,1	-109,9	-488,9	-174,0	-21,4	-203,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				1,1				
Efectivo y depósitos		4,7	7,4	-7,4	51,5	-1,2	-1,8	-1,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-1,4	-3,5	-0,1	2,2	0,0	0,0	6,1
Valores distintos de acciones, largo plazo		-38,0	-9,7	92,3	21,1	25,5	4,4	71,0
Préstamos		-0,2	-8,5	-14,9	-5,2	2,7	0,0	11,4
de los cuales, a largo plazo		-0,2	-3,6	-14,6	2,5	0,7	0,2	.
Acciones y otras participaciones		-441,9	-866,5	-118,9	-563,6	-201,7	-22,1	-259,7
Acciones cotizadas		-123,8	-412,1	-54,6	-346,9	-102,2	-51,4	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-257,7	-427,5	-62,7	-183,0	-31,3	39,3	.
Participaciones en fondos de inversión		-60,4	-26,9	-1,6	-33,7	-68,1	-10,0	.
Reservas técnicas de seguro		-75,7	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		0,0	57,7	-62,0	5,1	0,5	-2,0	-30,4
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		16.452,2	14.036,3	23.684,0	9.466,5	6.013,4	3.184,3	14.862,9
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,8				
Efectivo y depósitos		6.131,2	1.827,4	2.378,7	1.796,1	875,1	629,8	4.166,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		58,4	97,2	155,6	332,0	342,3	37,3	835,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.210,9	216,6	4.233,0	1.692,2	2.034,7	321,1	2.986,4
Préstamos		63,8	2.579,2	12.730,6	2.022,0	366,1	453,7	1.801,8
de los cuales, a largo plazo		46,7	1.375,6	9.641,4	1.594,4	289,0	365,6	.
Acciones y otras participaciones		3.588,3	6.146,8	1.622,8	3.421,8	1.938,0	1.166,3	4.397,5
Acciones cotizadas		590,3	1.125,4	476,0	1.516,8	426,6	263,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.685,0	4.716,9	922,6	1.372,7	449,1	782,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.312,9	304,4	224,3	532,3	1.062,3	121,0	.
Reservas técnicas de seguro		5.156,4	140,9	2,1	0,0	142,2	3,4	151,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		243,3	3.028,2	2.339,4	202,4	315,0	572,6	522,7
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)
(mm de euros)

Pasivos	2008 IV	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance inicial, pasivos									
Pasivos totales			6.235,0	22.913,6	23.253,3	9.841,8	6.302,6	6.992,7	13.950,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				25,3	14.749,9	33,7	1,9	233,9	2.854,6
Efectivo y depósitos				277,5	384,6	128,9	9,4	710,6	289,4
Valores distintos de acciones, corto plazo				434,4	2.839,5	1.977,6	27,2	4.461,8	2.674,1
Valores distintos de acciones, largo plazo				5.572,1	8.018,8	1.867,3	206,6	1.227,5	3.054,7
Préstamos				5.240,8	5.435,2	837,9	74,6	1.031,4	.
de los cuales, a largo plazo									
Acciones y otras participaciones				11.250,0	2.840,9	5.638,5	550,2	5,1	4.519,5
Acciones cotizadas					3.437,6	609,3	176,0	212,9	0,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones					7.812,4	1.072,6	1.044,2	336,5	5,1
Participaciones en fondos de inversión						1.159,0	4.418,3		.
Reservas técnicas de seguro				33,5	328,8	58,8	0,6	5.231,6	0,5
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros				629,5	2.578,7	2.379,7	195,2	275,6	353,2
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.208,8	10.642,0		-8.245,1	450,3	171,9	-185,1	-4.042,7	558,3
Cuenta financiera, pasivos									
Total de operaciones con pasivos			30,3	263,5	97,8	-47,2	33,6	318,9	-334,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)					0,8	44,4	1,6	0,0	19,8
Efectivo y depósitos					7,0	-58,9	-4,0	1,5	136,7
Valores distintos de acciones, corto plazo					7,4	-93,1	162,5	5,0	89,2
Valores distintos de acciones, largo plazo					35,8	134,5	-70,0	2,8	26,3
Préstamos					34,8	113,8	-28,9	-2,4	38,5
de los cuales, a largo plazo									.
Acciones y otras participaciones					88,5	-7,9	-136,0	6,4	0,0
Acciones cotizadas						7,4	10,9	0,7	0,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones						81,0	-5,2	43,9	5,6
Participaciones en fondos de inversión							-13,6	-190,3	.
Reservas técnicas de seguro					0,1	-0,1	3,6	0,0	16,2
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros					-5,6	25,4	209,5	-1,2	1,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-20,6	97,5		-72,4	-7,6	-11,2	36,4	-63,2	20,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos									
Total de otras variaciones de pasivos			4,8	-1.152,1	-361,8	-435,2	-177,6	133,3	-385,9
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)					0,0	47,5	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos					-2,4	2,3	-1,0	0,0	-0,9
Valores distintos de acciones, corto plazo					8,4	7,4	22,6	0,0	141,1
Valores distintos de acciones, largo plazo					4,6	14,5	-27,2	3,4	0,0
Préstamos					4,6	-0,8	-23,4	-0,2	-0,4
de los cuales, a largo plazo									.
Acciones y otras participaciones					-1.203,9	-385,9	-441,8	-66,5	-0,8
Acciones cotizadas					-601,1	-245,1	-74,6	-48,5	0,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones					-602,8	-146,9	-69,0	-18,0	-0,8
Participaciones en fondos de inversión						6,1	-298,2		.
Reservas técnicas de seguro					0,0	0,0	0,0	-76,7	0,0
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros					0,2	31,3	-33,3	12,3	-37,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-181,0	-557,3		329,0	251,9	-53,7	3,6	-154,6	182,1
Balance al final del período, activos financieros									
Total activos financieros			6.270,0	22.024,9	22.989,3	9.359,4	6.158,5	7.444,9	13.230,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)					26,1	14.841,9	35,3	1,9	253,7
Efectivo y depósitos					282,1	328,0	123,9	10,9	846,4
Valores distintos de acciones, corto plazo					450,3	2.753,9	2.162,7	32,3	4.692,1
Valores distintos de acciones, largo plazo					5.612,4	8.167,8	1.770,0	212,8	1.253,9
Préstamos					5.280,2	5.548,2	785,7	72,0	1.069,6
de los cuales, a largo plazo									.
Acciones y otras participaciones						10.134,5	2.447,1	5.060,7	490,0
Acciones cotizadas						2.843,9	375,1	111,9	165,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones						7.290,6	920,5	1.019,1	324,0
Participaciones en fondos de inversión							1.151,5	3.929,8	4,3
Reservas técnicas de seguro						33,6	328,7	62,4	0,6
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros						624,0	2.635,4	2.555,9	206,2
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.410,3	10.182,2		-7.988,5	694,7	107,0	-145,1	-4.260,6	568,4

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2004	2005	2006	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.777,3	3.891,5	4.050,9	4.231,0	4.279,8	4.328,4	4.373,1	4.407,5
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	122,9	130,0	129,3	137,9	137,9	137,4	138,1	136,3
Consumo de capital fijo	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.367,1	2.608,5	3.022,3	3.527,0	3.621,2	3.715,3	3.802,4	3.817,3
Intereses	1.250,3	1.342,8	1.635,4	2.002,2	2.083,2	2.158,1	2.231,6	2.257,6
Otra renta de la propiedad	1.116,8	1.265,6	1.386,9	1.524,8	1.538,0	1.557,2	1.570,8	1.559,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	883,7	933,3	1.025,2	1.108,5	1.124,7	1.135,8	1.137,3	1.118,9
Cotizaciones sociales	1.430,0	1.472,4	1.534,7	1.594,4	1.610,2	1.626,4	1.643,6	1.658,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.455,9	1.499,8	1.550,2	1.594,3	1.607,4	1.622,3	1.641,2	1.658,1
Otras transferencias corrientes	685,1	707,3	715,5	741,6	750,5	757,4	759,1	767,0
Primas netas de seguros no vida	178,1	178,4	177,4	182,7	183,2	184,6	185,1	185,8
Derechos de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Otras	328,4	349,6	360,5	376,7	384,7	388,6	389,2	394,9
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.084,6	6.327,4	6.594,0	6.845,0	6.913,6	6.989,0	7.061,8	7.101,7
Gasto en consumo individual	5.438,4	5.666,3	5.915,1	6.140,8	6.202,9	6.268,2	6.332,6	6.363,9
Gasto en consumo colectivo	646,2	661,1	678,9	704,2	710,7	720,7	729,2	737,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	58,0	60,4	59,0	59,4	60,5	63,2	65,4	66,0
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.614,4	1.705,0	1.857,5	1.994,0	2.020,0	2.047,7	2.069,2	2.062,7
Formación bruta de capital fijo	1.603,2	1.699,0	1.844,5	1.974,5	1.995,5	2.021,7	2.038,1	2.022,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11,2	6,0	13,0	19,5	24,5	26,0	31,1	40,8
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Transferencias de capital	174,6	181,9	174,7	166,6	166,8	170,6	163,5	162,4
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Otras transferencias de capital	144,7	157,5	152,1	142,9	143,4	147,0	139,6	138,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	60,6	11,2	-18,3	21,0	-1,0	-27,8	-56,3	-87,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para 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	2004	2005	2006	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.015,5	7.261,3	7.587,6	7.972,3	8.060,8	8.158,1	8.227,7	8.254,6
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	797,4	841,1	910,4	953,8	954,2	951,0	949,7	944,8
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	7.812,9	8.102,4	8.498,0	8.926,1	9.015,0	9.109,1	9.177,4	9.199,4
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	1.991,4	2.062,1	2.172,7	2.304,2	2.331,8	2.368,8	2.381,0	2.363,6
Remuneración de los asalariados	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	934,9	983,8	1.050,8	1.098,3	1.097,1	1.093,3	1.093,0	1.085,9
Renta de la propiedad	2.350,3	2.603,7	3.017,0	3.526,1	3.610,1	3.687,2	3.769,9	3.771,3
Intereses	1.217,0	1.315,8	1.608,8	1.964,4	2.036,6	2.103,2	2.172,4	2.192,2
Otra renta de la propiedad	1.133,3	1.287,9	1.408,1	1.561,7	1.573,5	1.584,0	1.597,5	1.579,1
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.694,2	6.939,1	7.275,5	7.639,6	7.705,1	7.769,7	7.821,9	7.818,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	886,8	937,1	1.030,1	1.116,1	1.132,1	1.143,4	1.144,8	1.126,6
Cotizaciones sociales	1.429,1	1.471,7	1.533,9	1.593,6	1.609,3	1.625,5	1.642,8	1.657,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.448,2	1.492,0	1.541,9	1.584,9	1.597,9	1.612,7	1.631,7	1.648,3
Otras transferencias corrientes	614,7	625,2	628,1	650,7	655,1	660,8	665,3	669,0
Primas netas de seguros no vida	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Derechos de seguros no vida	176,0	177,0	174,7	179,8	180,3	181,6	182,0	182,8
Otras	260,1	268,9	275,8	288,8	292,2	295,0	298,5	300,0
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.618,4	6.852,2	7.184,1	7.546,2	7.606,7	7.670,2	7.725,2	7.717,2
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	58,2	60,7	59,3	59,6	60,7	63,4	65,6	66,1
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.123,9	1.177,7	1.234,8	1.299,3	1.311,2	1.323,5	1.335,4	1.347,2
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	190,7	195,2	189,3	180,8	181,3	185,9	177,8	175,2
Impuestos sobre el capital	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Otras transferencias de capital	160,8	170,8	166,7	157,1	158,0	162,3	153,9	151,6
<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 (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2004	2005	2006	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.784,8	3.897,9	4.057,4	4.238,0	4.287,2	4.335,7	4.380,4	4.414,6
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.270,5	1.322,0	1.398,3	1.480,4	1.500,5	1.520,4	1.536,4	1.545,2
Intereses, recursos (+)	233,3	229,8	266,4	302,0	311,0	321,1	330,4	332,2
Intereses, empleos (-)	126,2	130,5	164,5	208,6	215,6	222,4	228,7	227,2
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	667,1	716,3	758,0	797,1	799,3	802,9	807,3	797,3
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,2	9,5	9,6	9,9	9,9	10,1	9,9	9,8
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	707,3	739,8	792,7	851,5	865,5	879,0	885,8	887,5
Cotizaciones sociales netas (-)	1.426,3	1.468,4	1.530,6	1.590,2	1.605,9	1.622,3	1.639,4	1.654,5
Prestaciones sociales netas (+)	1.443,3	1.486,8	1.536,5	1.579,3	1.592,3	1.607,1	1.626,1	1.642,7
Transferencias corrientes netas (+)	63,4	66,0	66,1	69,1	69,0	72,0	73,5	74,4
= Renta disponible bruta	5.193,4	5.370,7	5.585,1	5.805,8	5.862,3	5.925,5	5.990,2	6.027,4
Gasto en consumo final (-)	4.489,8	4.669,5	4.869,9	5.053,2	5.105,3	5.155,9	5.208,2	5.226,8
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	57,8	60,3	58,9	59,6	60,6	63,2	65,2	65,6
= Ahorro bruto	761,4	761,6	774,2	812,3	817,7	832,8	847,2	866,2
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Transferencias de capital netas (+)	18,4	24,1	22,5	15,5	16,0	17,0	17,3	17,2
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	323,8	531,5	556,9	-3,2	-771,6	-1.156,7	-1.382,2	-1.901,1
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	802,1	999,9	1.019,0	472,0	-293,6	-665,9	-879,4	-1.381,1
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	513,1	543,7	599,0	634,0	637,9	637,9	637,4	632,2
Consumo de capital fijo (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo								
Efectivo y depósitos	214,3	206,2	305,8	422,1	444,8	422,7	427,8	435,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	212,7	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8
Valores distintos de acciones ²⁾	-7,1	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6
Activos a largo plazo								
Depósitos	8,7	-20,5	20,9	32,7	25,8	25,8	22,8	8,5
Valores distintos de acciones	336,5	421,7	347,5	188,1	121,1	129,9	72,7	12,2
Acciones y otras participaciones	28,5	-4,8	0,8	-26,5	-35,6	-36,6	-40,2	-30,3
Participaciones en fondos de inversión	64,8	1,1	74,2	9,0	29,2	63,2	65,5	20,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	-9,4	132,5	-38,8	-61,6	-119,4	-122,1	-161,4	-152,5
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	-18,9	66,0	-14,0	12,1	-18,2	-7,2	-20,4	-10,0
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	9,5	66,5	-24,8	-73,7	-101,2	-114,9	-141,0	-142,5
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	252,7	292,9	311,3	267,2	246,9	225,4	208,8	174,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	281,7	448,4	505,6	-27,9	-694,8	-1.018,9	-1.112,5	-1.498,7
Otras flujos netos (+)								
$=$ Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	48,9	105,5	54,7	-2,0	-79,9	-127,9	-176,4	-244,1
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	16,6	-17,7	-66,3	-43,2	-53,3	-65,8	-119,1	-158,8
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo								
Efectivo y depósitos	4.271,5	4.486,3	4.748,0	5.208,5	5.362,0	5.483,0	5.539,3	5.712,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	3.925,6	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,2	5.055,3	5.104,9	5.313,7
Valores distintos de acciones ²⁾	309,9	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4
Activos a largo plazo								
Depósitos	36,1	15,9	36,2	68,3	77,9	81,2	85,7	71,5
Valores distintos de acciones	9.919,9	10.921,0	11.878,2	12.004,2	11.349,8	11.087,5	10.669,2	10.082,4
Acciones y otras participaciones	893,9	944,8	945,1	882,5	829,0	818,8	805,6	817,5
Participaciones en fondos de inversión	1.218,9	1.196,6	1.281,1	1.292,5	1.315,0	1.301,0	1.260,6	1.197,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.960,4	4.534,5	5.041,0	4.953,2	4.350,3	4.093,0	3.745,2	3.260,8
Otros activos netos (+)								
Pasivos (-)	2.784,2	3.190,3	3.622,5	3.578,1	3.145,1	2.941,5	2.671,9	2.275,4
Préstamos	1.176,2	1.344,2	1.418,5	1.375,1	1.205,2	1.151,5	1.073,3	985,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	3.846,7	4.245,1	4.611,0	4.876,1	4.855,6	4.874,7	4.857,7	4.806,2
= Riqueza financiera neta	121,5	87,8	64,1	23,0	6,8	1,8	5,6	-0,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.

2) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de periodo)

	2004	2005	2006	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.017,0	4.156,5	4.353,6	4.591,2	4.642,9	4.699,1	4.737,0	4.737,7
Remuneración de los asalariados (-)	2.397,6	2.469,6	2.580,2	2.705,0	2.739,5	2.769,2	2.798,2	2.818,3
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	65,7	73,1	75,6	81,7	82,6	82,6	83,8	82,5
= Excedente bruto de explotación (+)	1.553,8	1.613,7	1.697,9	1.804,5	1.820,8	1.847,2	1.855,1	1.836,9
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
= Excedente neto de explotación (+)	916,9	946,5	999,9	1.069,0	1.078,1	1.097,2	1.097,4	1.071,1
Renta de la propiedad, recursos (+)	376,8	440,7	497,3	567,4	571,8	573,2	580,0	579,7
Intereses, recursos	125,1	136,1	158,3	184,4	190,3	195,7	199,1	201,1
Otra renta de la propiedad, recursos	251,8	304,6	339,1	382,9	381,5	377,4	380,9	378,5
Intereses y otras rentas, empleos (-)	226,4	236,4	278,8	332,6	347,5	361,3	375,3	386,1
= Renta empresarial neta (+)	1.067,4	1.150,8	1.218,4	1.303,8	1.302,3	1.309,1	1.302,1	1.264,7
Renta distribuida (-)	773,7	876,9	945,8	1.007,1	1.015,7	1.022,0	1.030,2	1.012,9
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	135,4	148,6	187,6	208,8	210,2	208,4	203,6	185,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	73,5	72,7	77,1	66,8	66,2	66,4	67,0	67,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,4	60,6	62,5	64,4	64,7	64,3	64,1	63,9
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	59,9	61,6	64,4	55,0	55,0	56,7	56,7	56,3
= Ahorro neto	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	226,3	253,7	304,4	356,3	367,8	381,2	391,8	374,7
Formación bruta de capital fijo (+)	856,5	913,5	986,2	1.069,7	1.084,4	1.103,0	1.117,1	1.102,1
Consumo de capital fijo (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	6,6	7,4	16,1	22,1	26,1	28,2	32,3	38,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	104,0	128,2	164,1	161,8	163,7	124,1	95,4	52,7
Efectivo y depósitos	89,2	113,6	146,2	154,9	127,8	116,4	90,2	17,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,1	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	-1,3	6,2	15,4	24,9	45,9	16,9	-2,7	3,9
Activos a largo plazo	209,3	378,7	490,2	466,5	504,8	500,2	545,8	657,4
Depósitos	-10,0	32,3	29,3	26,1	5,9	-22,4	8,6	16,1
Valores distintos de acciones	-48,8	-34,2	-4,7	-48,5	-84,4	-103,5	-59,0	-31,5
Acciones y otras participaciones	200,2	244,2	259,6	315,8	354,4	370,4	346,6	364,2
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	67,9	136,4	206,0	173,1	228,9	255,7	249,6	308,5
Otros activos netos (+)	48,4	85,5	145,0	200,6	110,7	44,8	-30,9	-103,6
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	207,6	443,8	760,2	801,3	784,5	728,4	716,7	653,5
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	164,8	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0
de la cual, valores distintos de acciones	9,8	14,0	39,0	40,7	39,7	16,8	36,0	39,6
Acciones y otras participaciones	203,3	265,5	236,6	283,0	274,1	231,4	201,9	241,6
Acciones cotizadas	11,7	101,3	39,1	42,0	22,4	-12,2	-28,5	1,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	191,5	164,1	197,5	241,0	251,7	243,6	230,4	239,9
Transferencias netas de capital, recursos (-)	65,7	61,1	71,7	66,3	66,3	69,9	71,7	70,2
= Ahorro neto	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.379,5	1.517,4	1.675,2	1.820,3	1.841,8	1.848,1	1.853,8	1.874,9
Efectivo y depósitos	1.102,9	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.535,1	1.548,7	1.554,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	164,1	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8
Valores distintos de acciones ¹⁾	112,5	111,7	123,3	139,0	152,2	129,8	120,7	130,7
Activos a largo plazo	7.672,1	8.686,4	10.041,2	10.746,8	10.108,8	9.904,8	9.681,9	8.992,3
Depósitos	157,0	199,0	222,5	265,8	249,4	235,3	258,2	273,1
Valores distintos de acciones	328,6	280,9	277,3	229,7	174,1	160,7	168,1	183,0
Acciones y otras participaciones	5.433,6	6.308,6	7.451,5	7.968,8	7.288,1	7.036,3	6.739,4	5.956,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.753,0	1.897,9	2.089,9	2.282,6	2.397,2	2.472,5	2.516,2	2.579,2
Otros activos netos (+)	327,8	384,0	449,1	610,5	599,8	564,1	579,4	559,8
Pasivos								
Deuda	6.582,9	7.063,4	7.799,9	8.558,9	8.714,2	8.923,5	9.059,6	9.228,9
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.160,8	3.429,3	3.868,0	4.404,9	4.545,5	4.668,6	4.761,1	4.828,6
de la cual, valores distintos de acciones	651,5	674,3	691,9	695,4	696,5	702,0	712,0	732,4
Acciones y otras participaciones	9.591,1	10.940,8	12.874,9	13.808,7	12.454,3	12.014,5	11.250,0	10.134,5
Acciones cotizadas	2.995,0	3.692,4	4.468,8	4.985,6	4.204,2	3.976,5	3.437,6	2.843,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	6.596,0	7.248,4	8.406,1	8.823,1	8.250,2	8.038,0	7.812,4	7.290,6

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos)

	2004	2005	2006	2007 I- 2007 IV	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	39,5	25,5	64,4	87,4	109,1	102,5	88,6	106,9
Efectivo y depósitos	13,2	7,2	11,0	6,4	32,7	35,8	32,1	59,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	2,7	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	23,5	18,9	49,8	77,8	60,6	52,6	35,7	25,5
Activos a largo plazo	23,7	295,0	313,8	215,9	217,6	178,7	169,3	161,3
Depósitos	36,9	17,2	76,7	51,6	27,9	16,0	0,9	-1,7
Valores distintos de acciones	33,1	132,8	125,2	89,9	83,6	75,2	95,4	88,6
Préstamos	7,4	-4,1	2,6	-13,6	20,6	17,0	20,8	30,8
Acciones cotizadas	12,7	30,7	-1,5	-4,8	-2,3	-1,1	-8,8	-5,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2,6	31,1	27,0	27,2	45,2	41,2	45,7	41,1
Participaciones en fondos de inversión	30,9	87,2	83,9	65,6	42,7	30,4	15,4	7,4
Otros activos netos (+)	11,8	11,4	4,3	-26,1	-23,7	-19,3	-9,6	22,9
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-1,7	-0,4	5,2	3,2	4,4	5,2	5,4	9,3
Préstamos	4,3	17,3	35,9	21,7	43,9	18,0	4,1	21,8
Acciones y otras participaciones	12,2	13,6	11,4	2,7	4,4	6,9	5,1	18,7
Reservas técnicas de seguro	62,6	334,3	322,0	292,0	273,3	255,8	240,4	197,3
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	231,0	292,1	308,2	282,0	262,4	239,6	219,6	178,0
Reservas para primas y para siniestros	31,7	42,2	13,9	10,0	10,9	16,1	20,8	19,2
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-2,5	-32,8	7,9	-42,5	-23,0	-23,8	-6,6	44,0
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	110,7	190,7	181,2	-15,4	-226,4	-334,6	-401,6	-536,7
Otros activos netos	142,3	75,5	-34,4	-45,0	14,1	-3,5	-13,1	40,3
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	21,3	118,3	34,5	-32,7	-91,8	-143,2	-137,8	-174,2
Reservas técnicas de seguro	83,8	137,8	52,9	-3,3	-79,6	-128,3	-179,6	-245,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	63,9	146,9	56,2	-2,8	-77,8	-125,4	-174,5	-239,6
Reservas para primas y para siniestros	19,8	-9,1	-3,3	-0,4	-1,8	-2,9	-5,1	-5,8
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	148,0	10,1	59,4	-24,4	-40,9	-66,6	-97,3	-76,7
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	403,1	437,2	509,0	603,3	661,2	670,7	675,5	713,1
Efectivo y depósitos	133,6	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	74,4	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2
Valores distintos de acciones ¹⁾	195,1	215,0	270,3	356,2	373,3	393,3	387,6	384,3
Activos a largo plazo	4.089,5	4.615,9	5.050,6	5.197,8	5.106,1	5.044,2	4.988,2	4.843,1
Depósitos	500,4	524,7	602,1	650,5	649,2	653,5	648,7	648,5
Valores distintos de acciones	1.615,0	1.774,2	1.845,5	1.888,9	1.942,4	1.921,4	1.969,9	1.992,7
Préstamos	348,5	353,4	351,2	331,8	359,5	355,6	357,7	366,1
Acciones cotizadas	587,2	653,3	724,5	708,1	613,2	594,1	535,4	426,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	349,2	403,1	480,8	511,1	488,7	473,4	465,6	449,1
Participaciones en fondos de inversión	689,2	907,3	1.046,5	1.107,3	1.053,0	1.046,2	1.010,8	960,1
Otros activos netos (+)	139,4	176,8	204,5	173,8	191,6	177,5	176,2	215,7
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	22,3	21,3	35,9	35,2	35,8	36,6	36,7	43,2
Préstamos	118,5	136,2	167,6	187,1	221,4	211,2	206,6	212,8
Acciones y otras participaciones	497,7	629,6	675,5	645,5	595,3	564,2	550,2	490,0
Reservas técnicas de seguro	4.083,5	4.555,6	4.930,5	5.219,3	5.214,5	5.242,5	5.231,6	5.171,1
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.451,0	3.890,0	4.254,4	4.533,5	4.520,5	4.543,0	4.529,1	4.471,9
Reservas para primas y para siniestros	632,5	665,6	676,2	685,8	694,0	699,4	702,5	699,2
= Riqueza financiera neta	-90,0	-112,8	-45,5	-112,3	-108,2	-162,0	-185,1	-145,1

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

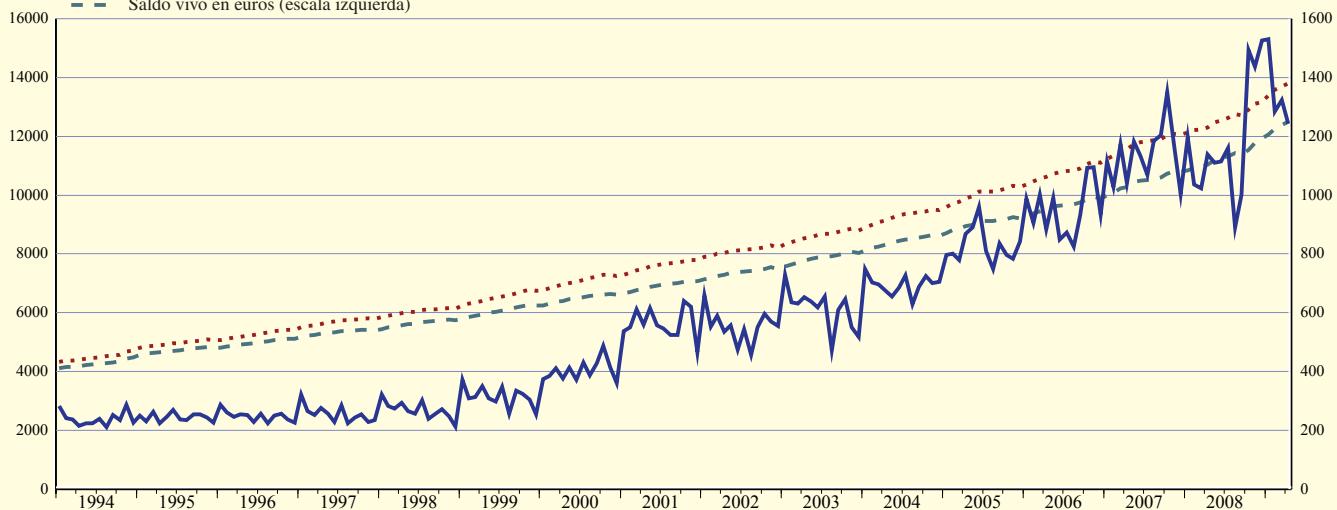
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	Emisiones netas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2008 Abr	13.184,4	1.165,3	55,0	11.042,0	1.073,6	70,3	12.308,6	1.137,9	82,0	7,1	62,9	5,0
May	13.363,5	1.126,3	178,0	11.181,6	1.036,5	138,6	12.471,9	1.110,2	153,4	6,7	98,2	5,8
Jun	13.499,5	1.155,6	136,3	11.256,5	1.040,3	75,3	12.544,0	1.113,5	82,6	6,8	89,3	5,7
Jul	13.512,9	1.139,5	12,1	11.315,0	1.073,9	56,7	12.620,4	1.160,6	76,0	7,1	98,3	6,9
Ago	13.640,6	880,7	124,9	11.424,8	816,0	107,1	12.752,1	889,5	112,4	7,8	163,5	8,9
Sep	13.644,5	1.022,1	2,3	11.393,2	930,5	-32,9	12.712,9	1.001,3	-42,4	7,1	-13,7	8,3
Oct	13.742,2	1.454,3	97,4	11.543,8	1.417,3	150,3	12.911,7	1.494,5	145,4	7,0	103,6	9,0
Nov	13.960,3	1.422,2	218,5	11.771,0	1.369,7	227,9	13.104,7	1.436,8	213,7	8,2	199,5	10,6
Dic	14.146,2	1.537,4	189,4	11.923,5	1.448,7	156,2	13.177,4	1.526,0	142,8	9,5	274,9	13,6
2009 Ene	14.249,2	1.503,7	98,8	12.064,2	1.451,3	137,4	13.379,4	1.529,9	146,7	10,1	104,2	13,6
Feb	14.443,6	1.260,8	191,7	12.250,3	1.199,6	183,8	13.583,1	1.285,1	203,7	11,1	166,2	13,5
Mar	14.623,0	1.317,7	178,0	12.393,9	1.229,5	142,0	13.692,2	1.322,8	153,0	12,0	121,9	15,8
Abr	.	.	.	12.489,3	1.160,8	98,1	13.798,1	1.242,8	106,1	12,1	87,4	15,4
A largo plazo												
2008 Abr	11.824,3	263,8	91,9	9.827,2	212,7	68,2	10.907,6	230,3	73,2	5,5	69,0	4,4
May	11.978,4	290,8	153,4	9.941,5	235,0	113,6	11.032,4	257,5	122,7	5,1	68,9	4,9
Jun	12.092,5	283,8	114,3	10.028,9	230,3	87,6	11.120,0	254,6	96,0	5,2	68,9	4,8
Jul	12.120,2	208,7	26,2	10.061,9	178,5	31,2	11.160,2	196,7	36,7	5,4	61,7	5,7
Ago	12.211,3	160,0	89,1	10.141,8	133,8	78,0	11.260,7	149,2	78,7	6,2	134,7	7,7
Sep	12.201,1	183,6	-9,5	10.120,6	145,6	-20,4	11.245,0	158,6	-30,8	5,7	-16,9	7,3
Oct	12.225,3	199,0	24,8	10.156,2	182,7	36,3	11.337,8	195,4	30,9	5,3	23,1	6,3
Nov	12.400,6	275,5	174,4	10.331,9	253,9	175,0	11.493,5	262,5	165,9	6,3	145,9	7,7
Dic	12.579,7	362,8	180,3	10.503,6	328,3	173,1	11.588,2	340,0	153,7	7,4	182,6	9,8
2009 Ene	12.659,9	294,7	78,4	10.593,9	276,8	89,5	11.723,3	300,2	90,2	8,2	112,2	10,7
Feb	12.831,7	302,3	170,4	10.755,7	269,3	160,6	11.896,2	296,4	173,1	9,3	149,0	10,8
Mar	13.019,5	319,5	158,1	10.933,4	279,9	148,0	12.038,3	301,6	149,1	10,5	143,3	13,8
Abr	.	.	.	10.997,7	251,6	39,3	12.110,4	269,7	43,2	10,1	38,7	14,1

C16 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

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



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

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

2) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2007	12.069	5.046	1.510	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.177	5.266	1.925	696	4.950	340	1.177	817	73	100	163	24
2008 II	12.544	5.231	1.627	670	4.696	320	1.121	787	70	102	142	20
III	12.713	5.267	1.695	680	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
IV	13.177	5.266	1.925	696	4.950	340	1.486	1.006	132	107	214	28
2009 I	13.692	5.395	2.008	718	5.228	343	1.379	922	68	92	261	35
2009 Ene	13.379	5.340	1.944	710	5.048	337	1.530	1.016	75	105	278	56
Feb	13.583	5.407	1.988	718	5.133	338	1.285	873	72	81	236	23
Mar	13.692	5.395	2.008	718	5.228	343	1.323	878	58	90	269	27
Abr	13.798	5.419	2.033	728	5.267	350	1.243	805	55	90	266	26
A corto plazo												
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 II	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
III	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
IV	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 I	1.654	838	41	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
2009 Ene	1.656	862	38	108	630	19	1.230	905	18	82	178	47
Feb	1.687	884	38	103	643	19	989	748	16	67	140	18
Mar	1.654	838	41	98	659	18	1.021	764	17	74	149	17
Abr	1.688	829	42	94	705	17	973	694	16	74	173	16
A largo plazo ²⁾												
2007	10.782	4.259	1.473	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.588	4.445	1.864	581	4.384	315	215	95	47	8	62	4
2008 II	11.120	4.397	1.576	558	4.280	309	247	121	48	10	65	3
III	11.245	4.442	1.633	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
IV	11.588	4.445	1.864	581	4.384	315	266	95	93	11	62	5
2009 I	12.038	4.556	1.967	621	4.570	324	299	116	51	18	105	8
2009 Ene	11.723	4.479	1.906	602	4.419	319	300	111	56	23	100	9
Feb	11.896	4.523	1.949	615	4.490	319	296	125	56	15	95	6
Mar	12.038	4.556	1.967	621	4.570	324	302	114	42	16	120	10
Abr	12.110	4.590	1.991	634	4.562	333	270	111	40	16	93	10
Del cual a tipo fijo												
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.611	2.326	625	445	3.966	250	119	48	8	6	54	3
2008 II	7.477	2.347	605	424	3.853	248	145	66	11	9	56	2
III	7.535	2.370	619	432	3.865	248	101	42	7	3	47	2
IV	7.611	2.326	625	445	3.966	250	120	42	9	10	57	2
2009 I	7.932	2.397	663	487	4.133	252	207	72	17	18	96	5
2009 Ene	7.712	2.349	644	467	4.002	251	214	76	18	23	92	6
Feb	7.839	2.384	661	479	4.065	250	203	76	22	15	86	4
Mar	7.932	2.397	663	487	4.133	252	205	65	11	15	108	6
Abr	7.983	2.421	673	500	4.131	258	185	63	15	15	85	7
Del cual a tipo variable												
2007	3.004	1.621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.489	1.724	1.209	126	365	64	81	36	38	1	5	1
2008 II	3.186	1.683	945	124	373	60	90	47	36	1	6	1
III	3.238	1.698	987	129	362	61	53	24	21	2	4	1
IV	3.489	1.724	1.209	126	365	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.603	1.759	1.279	123	371	70	75	32	34	0	5	3
2009 Ene	3.508	1.724	1.234	125	359	66	63	19	37	0	3	3
Feb	3.549	1.731	1.261	125	365	68	80	38	34	0	6	2
Mar	3.603	1.759	1.279	123	371	70	81	40	30	1	7	4
Abr	3.613	1.762	1.292	124	362	73	66	35	23	1	5	3

Fuente: BCE.

1) Medias o datos mensuales de las operaciones realizadas en este período.

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 periodo; valores nominales)

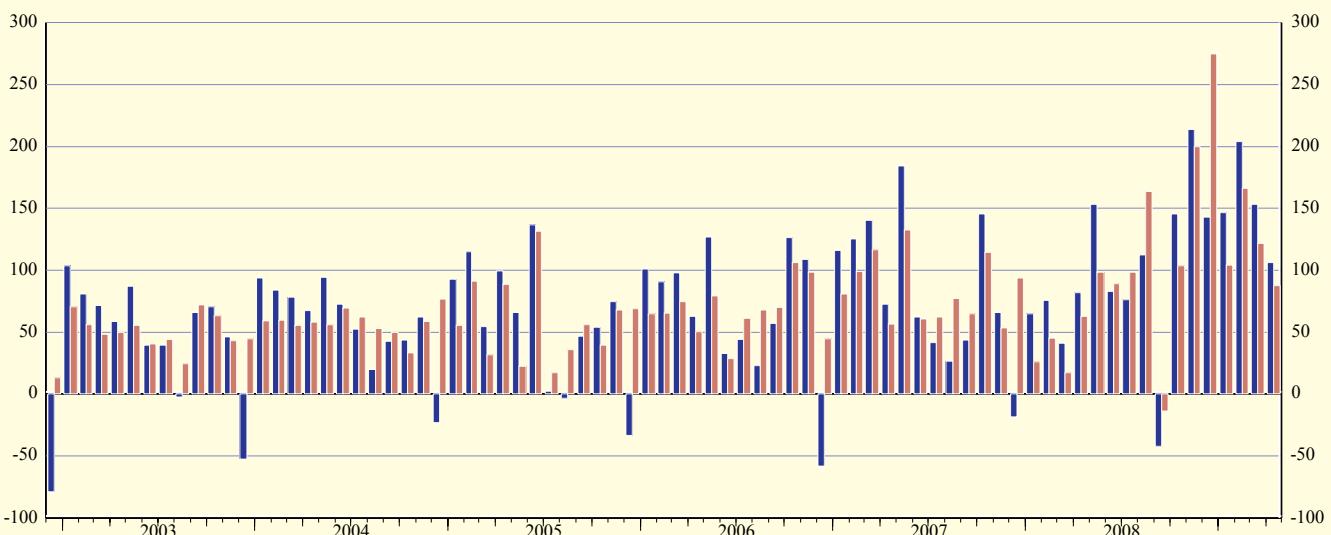
2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total						Total						
2007	83,8	40,7	27,8	4,2	9,9	1,2	84,3	41,3	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,6	23,2	34,6	3,9	32,8	1,1	97,1	23,3	33,9	4,0	34,7	1,1
2008 II	106,0	46,7	35,0	4,8	18,7	0,9	83,5	48,6	30,8	0,7	2,8	0,6
III	48,7	11,0	19,9	1,9	14,7	1,2	82,7	18,9	33,2	5,2	23,1	2,4
IV	167,3	11,4	77,4	5,9	67,2	5,3	192,7	21,4	55,6	7,8	103,1	4,8
2009 I	167,8	41,5	26,6	7,0	91,8	0,9	130,8	21,9	39,3	6,4	62,6	0,6
2009 Ene	146,7	40,5	9,1	9,4	90,6	-3,0	104,2	9,9	42,2	6,4	50,3	-4,6
Feb	203,7	67,7	43,8	7,6	83,8	0,9	166,2	48,4	43,5	7,8	66,2	0,3
Mar	153,0	16,3	26,8	4,2	100,9	4,9	121,9	7,5	32,2	4,9	71,2	6,1
Abr	106,1	27,8	23,4	9,6	38,2	7,0	87,4	14,0	26,1	6,7	33,7	6,9
						Total						
						A largo plazo						
2007	61,9	23,9	27,2	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	66,2	16,2	32,6	2,5	14,4	0,5	65,7	16,3	31,9	2,5	14,4	0,5
2008 II	97,3	42,6	34,1	4,0	15,8	0,9	68,9	36,2	30,0	0,4	1,5	0,7
III	28,2	7,5	16,4	2,5	1,3	0,5	59,8	15,3	29,1	4,1	9,8	1,6
IV	116,8	2,9	77,6	4,4	30,5	1,5	117,2	11,0	56,9	3,8	45,0	0,5
2009 I	137,5	26,8	33,4	12,9	61,4	3,0	134,8	17,5	45,7	15,7	52,9	3,0
2009 Ene	90,2	9,1	32,5	16,7	28,9	3,1	112,2	9,7	64,1	20,7	14,9	2,9
Feb	173,1	45,2	43,6	12,6	71,3	0,5	149,0	25,1	43,6	14,6	65,0	0,6
Mar	149,1	26,0	24,2	9,4	83,9	5,6	143,3	17,7	29,4	11,8	78,9	5,5
Abr	43,2	7,7	22,3	12,9	-8,0	8,3	38,7	2,1	25,5	12,4	-10,5	9,1

C17 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)

- █ Emisiones netas
- █ Emisiones netas, desestacionalizadas



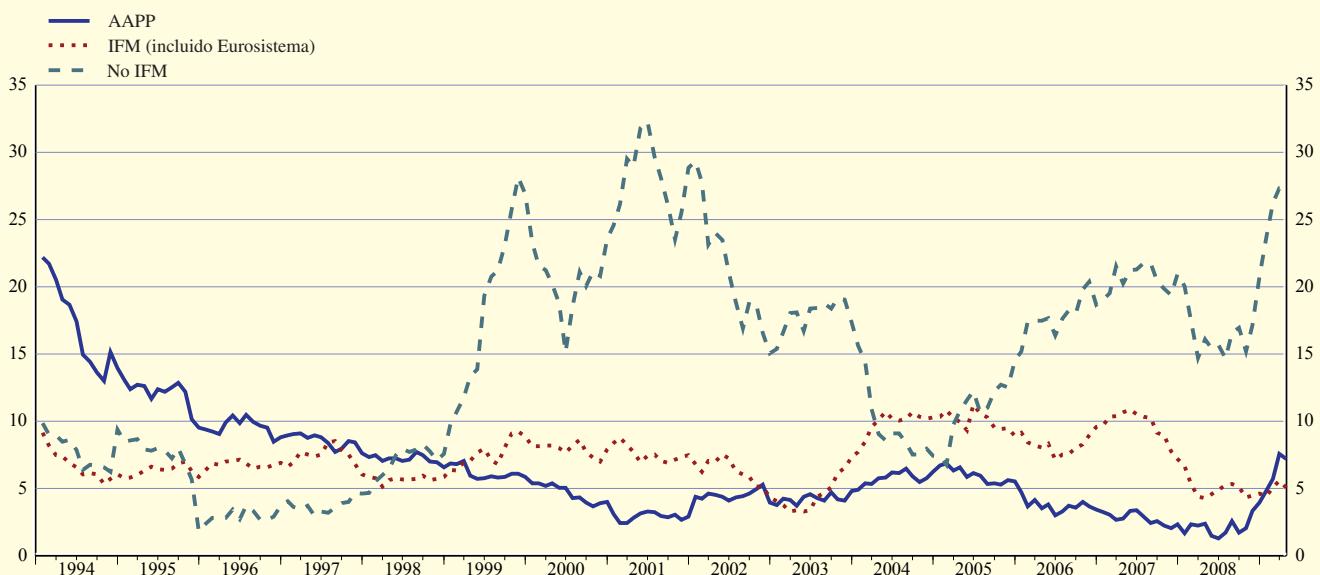
Fuente: BCE.

1) Medias o datos mensuales de las operaciones realizadas en este periodo.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾
(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2008 Abr	7,1	7,4	22,1	6,1	3,0	0,3	5,0	4,2	18,7	4,3	2,5	-3,3
May	6,7	7,9	21,0	6,2	1,7	1,9	5,8	6,4	19,6	4,2	1,6	-0,9
Jun	6,8	8,3	22,9	3,4	1,5	2,1	5,7	6,4	19,9	2,7	1,7	-5,2
Jul	7,1	8,6	21,8	2,7	2,1	3,3	6,9	7,4	20,2	1,2	3,2	2,2
Ago	7,8	8,4	24,3	4,9	3,0	3,4	8,9	9,2	27,1	2,8	3,9	6,6
Sep	7,1	6,9	24,3	5,9	2,6	2,3	8,3	8,1	26,8	5,4	3,4	5,8
Oct	7,0	5,3	21,5	4,3	5,0	2,8	9,0	6,4	24,4	4,3	7,5	9,5
Nov	8,2	5,7	24,1	4,2	6,8	2,8	10,6	4,9	28,8	4,3	12,2	6,7
Dic	9,5	5,5	27,5	7,1	8,6	3,9	13,6	4,7	35,4	12,0	16,9	14,1
2009 Ene	10,1	5,3	29,1	6,9	10,1	5,4	13,6	3,2	38,6	12,9	17,8	8,6
Feb	11,1	6,3	30,4	8,0	10,8	6,5	13,5	3,5	33,8	13,4	18,4	6,3
Mar	12,0	6,5	31,1	8,9	12,4	7,9	15,8	5,0	35,6	12,8	22,1	10,2
Abr	12,1	6,4	30,6	9,9	12,6	10,5	15,4	6,5	37,2	16,2	17,9	11,5
A largo plazo												
2008 Abr	5,5	4,3	20,9	4,7	2,5	0,4	4,4	2,8	17,4	4,3	2,3	-1,9
May	5,1	4,6	19,7	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	18,1	4,4	1,4	0,5
Jun	5,2	4,9	21,3	2,2	1,2	1,9	4,8	5,6	18,1	2,3	0,4	-0,1
Jul	5,4	5,2	19,8	2,1	1,6	3,1	5,7	6,3	17,5	0,5	2,2	3,0
Ago	6,2	5,3	22,1	3,1	2,5	3,5	7,7	7,8	25,9	1,7	2,7	6,2
Sep	5,7	5,1	22,0	4,4	1,7	2,2	7,3	7,4	25,5	5,0	1,6	4,6
Oct	5,3	4,3	19,7	3,8	2,1	1,4	6,3	5,9	22,0	3,2	1,9	5,0
Nov	6,3	4,5	22,6	3,2	3,5	1,3	7,7	4,4	27,3	2,0	5,6	2,2
Dic	7,4	4,6	26,5	5,5	4,1	2,1	9,8	3,6	35,4	8,7	7,9	4,1
2009 Ene	8,2	4,4	29,7	8,1	5,0	3,3	10,7	2,5	43,2	16,3	7,8	3,5
Feb	9,3	5,1	32,2	10,5	5,8	3,9	10,8	2,5	38,7	19,9	9,1	1,7
Mar	10,5	5,6	32,7	12,9	7,7	5,7	13,8	3,9	40,3	21,6	14,2	6,8
Abr	10,1	5,0	32,0	14,7	7,1	8,6	14,1	4,2	42,7	27,5	12,5	12,4

C18 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) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)
(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo								Tipo variable a largo plazo							
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP				Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP			
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP		Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			
			13	14	15	16	17	18			19	20	21	22	23	24
En todas las monedas																
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,4	3,8	-1,8				
2008	3,0	4,9	5,6	4,2	1,5	1,4	13,0	5,5	34,2	7,0	7,6	3,2				
2008 II	2,6	4,3	5,0	4,1	1,2	1,4	12,1	5,0	32,0	8,5	8,2	0,4				
III	3,0	5,5	5,0	3,4	1,3	2,0	12,6	5,3	33,0	3,2	7,7	6,0				
IV	3,2	4,5	4,3	4,5	2,4	-0,8	13,3	5,7	34,8	4,3	3,9	10,2				
2009 I	6,1	5,0	8,8	12,3	6,0	1,4	16,1	5,4	45,4	0,4	1,4	11,2				
2008 Nov	3,3	4,2	4,1	3,4	3,0	-1,7	13,8	6,0	35,5	4,6	3,9	12,2				
Dic	4,1	4,0	5,0	6,8	4,0	-0,4	15,7	6,1	40,7	1,9	4,5	10,9				
2009 Ene	5,4	4,2	7,6	10,8	5,4	1,2	15,8	5,3	44,8	0,6	0,6	10,0				
Feb	6,7	5,5	10,5	14,0	6,4	2,0	16,3	5,1	47,2	0,1	0,7	9,7				
Mar	8,4	6,6	11,4	17,6	8,4	2,6	16,6	5,1	47,6	-0,9	1,0	16,7				
Abr	8,5	6,8	12,1	19,9	7,9	5,3	14,9	2,8	45,9	-0,7	-0,9	20,3				
En euros																
2007	4,6	6,5	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,5	18,2	3,9	-2,4				
2008	2,9	4,8	5,9	2,1	1,8	1,3	14,5	6,5	35,8	7,1	8,0	2,0				
2008 II	2,4	4,0	4,4	2,0	1,4	1,4	13,2	5,7	33,2	8,2	8,6	-1,1				
III	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,5	6,8	35,0	3,8	8,1	4,6				
IV	3,3	4,7	6,5	2,2	2,6	-1,2	15,6	7,7	37,4	5,0	4,1	9,2				
2009 I	6,5	6,1	12,4	9,5	6,1	0,8	19,0	7,9	48,4	0,3	1,5	11,0				
2008 Nov	3,5	4,3	6,5	1,2	3,3	-2,3	16,3	8,1	38,4	5,4	4,2	11,4				
Dic	4,4	4,8	7,5	3,8	4,3	-1,0	18,4	8,6	43,4	2,1	4,7	9,7				
2009 Ene	5,8	5,3	10,6	7,9	5,5	0,6	18,8	8,1	47,8	0,8	0,8	9,2				
Feb	7,2	6,7	14,9	11,1	6,4	1,4	19,2	7,5	50,2	0,1	0,9	10,1				
Mar	8,9	8,1	15,8	15,4	8,3	1,9	19,6	7,6	50,8	-1,7	0,9	17,7				
Abr	9,0	8,6	16,5	17,9	7,7	4,6	17,6	4,7	49,0	-1,5	-1,0	22,2				

C19 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) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

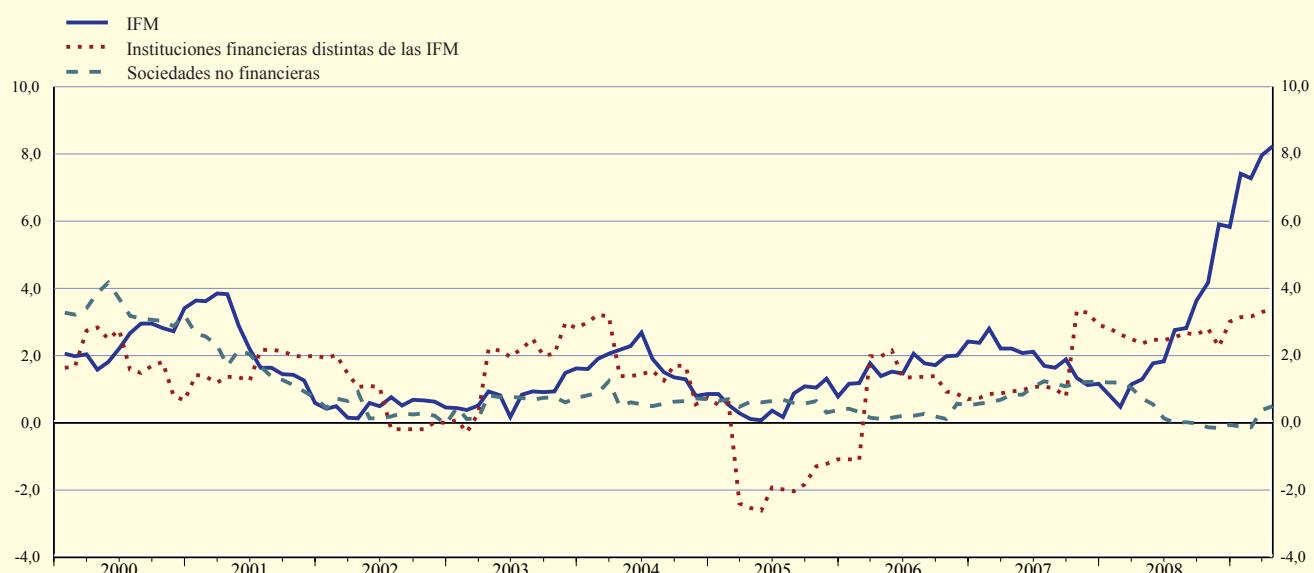
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 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
2007 Abr	6.769,2	103,5	1,1	1.170,5	2,2	675,6	0,9	4.923,2	0,8
May	7.048,9	103,5	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.183,7	0,8
Jun	6.970,5	103,8	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.162,9	1,1
Jul	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
Ago	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
Sep	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
Oct	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	629,3	3,3	5.242,0	1,2
Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	579,2	3,3	5.018,0	1,2
Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	579,0	2,9	4.990,6	1,2
2008 Ene	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4.378,9	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4.468,3	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,4	2,5	4.205,2	1,1
Apr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,5	2,4	4.391,3	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4.461,2	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3.979,9	0,1
Jul	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	428,3	2,5	3.852,7	0,0
Ago	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,5	2,7	3.895,2	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3.435,6	0,0
Oct	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3.011,5	-0,1
Nov	3.489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2.829,4	-0,2
Dic	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2.836,2	-0,1
2009 Ene	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	240,0	3,1	2.702,1	-0,1
Feb	2.922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,1	3,2	2.456,2	-0,1
Mar	3.009,8	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,3	2.489,2	0,4
Apr	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,3	3,4	2.771,8	0,5

C20 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾

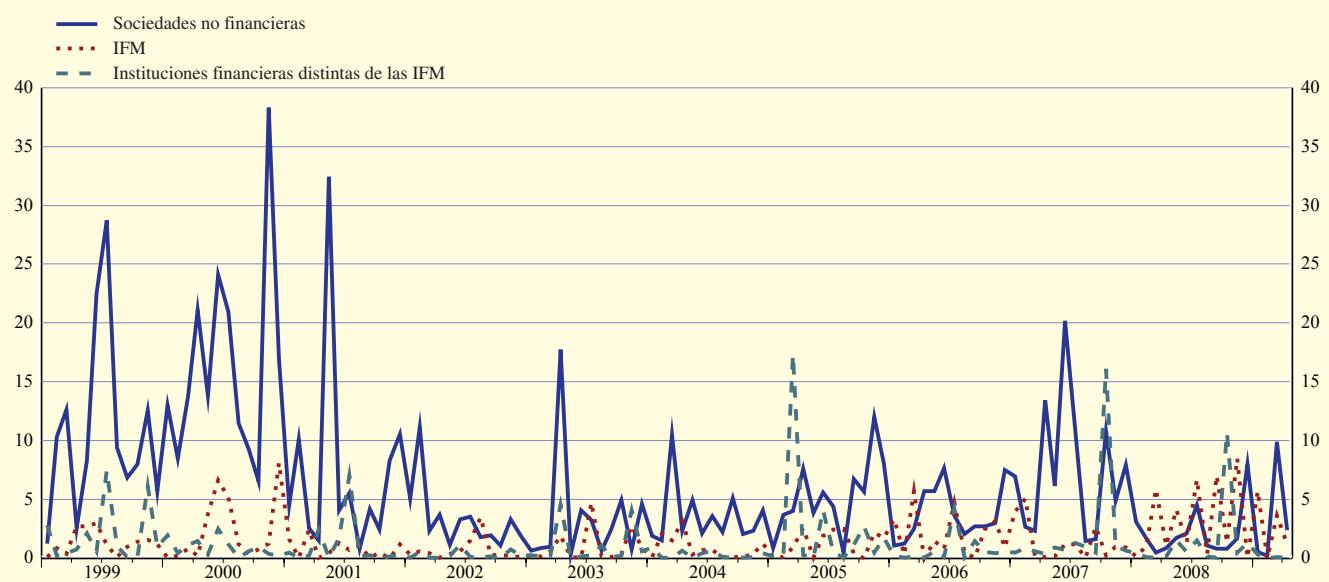
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras			
	Emisiones brutas	Amorti- zaciones	Emisiones netas	Emisiones brutas	Amorti- zaciones	Emisiones netas	Emisiones brutas	Amorti- zaciones	Emisiones netas	Emisiones brutas	Amorti- zaciones	Emisiones netas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	Abr	13,9	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
	May	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
	Jun	22,0	1,6	20,5	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
	Jul	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
	Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
	Sep	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
	Oct	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
	Nov	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
	Dic	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008	Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
	Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
	Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
	Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
	May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
	Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
	Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
	Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
	Sep	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
	Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
	Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
	Dic	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009	Ene	6,5	0,5	6,0	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
	Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
	Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
	Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	2,4	0,3	2,1

C21 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales	
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}	A la vista ²⁾	A plazo				
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 May	1,23	4,32	4,27	3,16	2,73	3,84	2,08	4,26	4,68	4,48	4,03
Jun	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,07	4,28	4,72	4,01	4,11
Jul	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,15	4,46	5,06	4,56	4,26
Ago	1,29	4,59	4,87	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sep	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
Oct	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
Nov	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
Dic	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63
2009 Ene	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
Feb	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
Mar	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	2,89	1,23
Abr	0,66	2,01	2,71	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,66	3,07	1,12

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo					Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 May	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,37	5,99	5,87	5,59	
Jun	10,63	8,61	6,93	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,47	6,04	6,12	5,67	
Jul	10,65	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,21	5,34	5,62	6,09	6,21	5,82	
Ago	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,36	5,29	5,27	5,69	6,05	6,28	5,70	
Sep	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77	
Oct	10,83	8,88	7,22	8,69	8,92	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80	
Nov	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75	
Dic	10,45	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29	
2009 Ene	10,12	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,77	4,92	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23	
Feb	10,14	8,18	6,65	8,49	8,39	3,97	4,54	4,80	4,89	4,61	4,08	5,03	5,16	
Mar	9,94	7,55	6,51	8,31	8,07	3,66	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05	
Abr	9,71	7,44	6,50	8,25	8,05	3,38	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,70	4,89	

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo					Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo					
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año		Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año		Más de 1 y hasta 5 años		Más de 5 años		
		1	2			3	4			5	6	7
2008 May		6,57	6,10	5,93	5,25		5,26		5,70		5,39	
Jun		6,67	6,16	6,09	5,43		5,35		5,68		5,52	
Jul		6,74	6,26	6,29	5,53		5,44		5,82		5,55	
Ago		6,76	6,27	6,33	5,49		5,44		5,60		5,57	
Sep		6,91	6,34	6,37	5,64		5,62		5,83		5,64	
Oct		6,89	6,52	6,35	5,57		5,59		5,75		5,08	
Nov		6,66	6,04	6,10	5,41		4,86		5,02		4,97	
Dic		6,26	5,38	5,78	5,32		4,28		4,50		4,76	
2009 Ene		5,68	4,73	5,46	5,24		3,51		3,96		4,58	
Feb		5,40	4,32	5,25	4,96		3,10		3,52		4,23	
Mar		5,10	4,03	5,07	4,75		2,83		3,22		3,87	
Abr		4,77	3,82	4,99	4,63		2,54		3,34		4,05	

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.

4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

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 (cont.)
(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales	
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2,3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2008 May	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,08	4,43	4,27	4,04	
Jun	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,07	4,47	4,31	4,12	
Jul	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,15	4,59	4,40	4,24	
Ago	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,39	4,23	
Sep	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,45	4,32	
Oct	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06	
Nov	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95	
Dic	1,16	4,41	3,07	2,95	4,17	1,63	4,01	4,30	3,56	
2009 Ene	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,08	
Feb	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68	
Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,96	2,82	3,87	2,28	
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,52	3,84	1,95	

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

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 May	5,61	4,85	5,05	9,08	7,22	6,26	6,08	5,59	5,32
Jun	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
Jul	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
Ago	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
Sep	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
Oct	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
Nov	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,46	6,16	5,81	5,51
Dic	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 Ene	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89
Feb	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74
Mar	4,92	4,62	4,78	8,43	7,09	6,07	4,41	4,28	4,48
Abr	4,69	4,49	4,64	8,17	7,01	5,90	4,11	3,98	4,23

C22 Nuevos depósitos a plazo

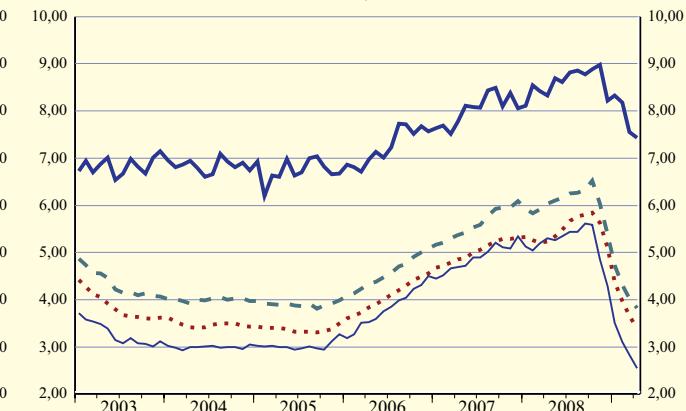
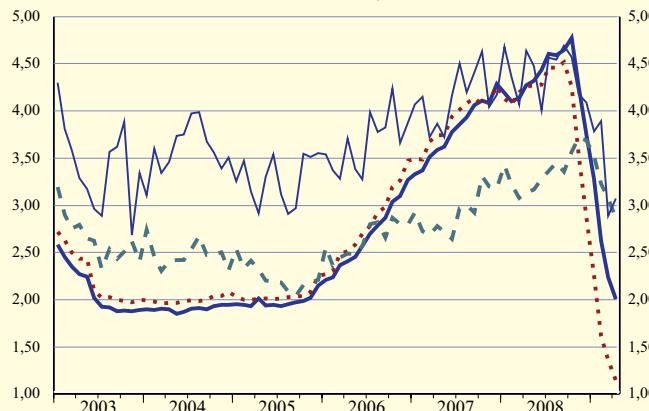
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

C23 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

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

- 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.

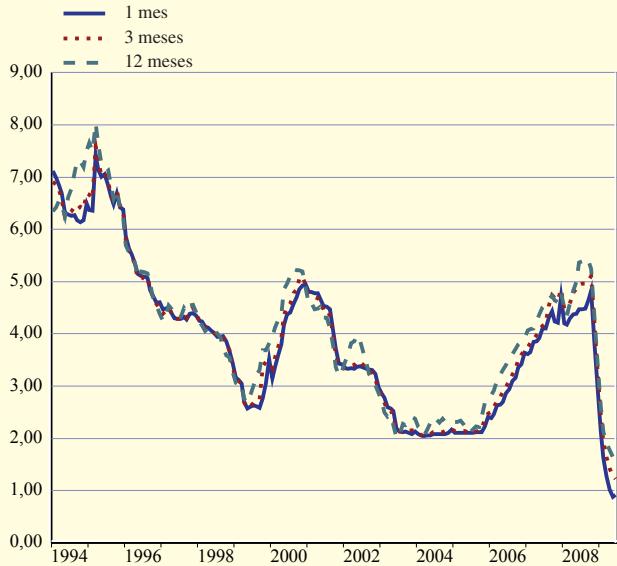
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5		
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
III	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
2008 Jun	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Jul	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Ago	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sep	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Oct	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
Nov	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
Dic	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 Ene	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
Feb	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49

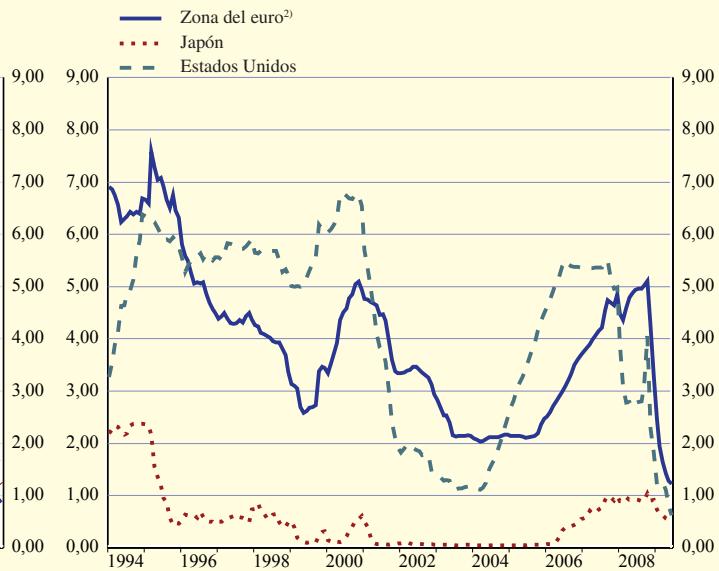
C24 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)



C25 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

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

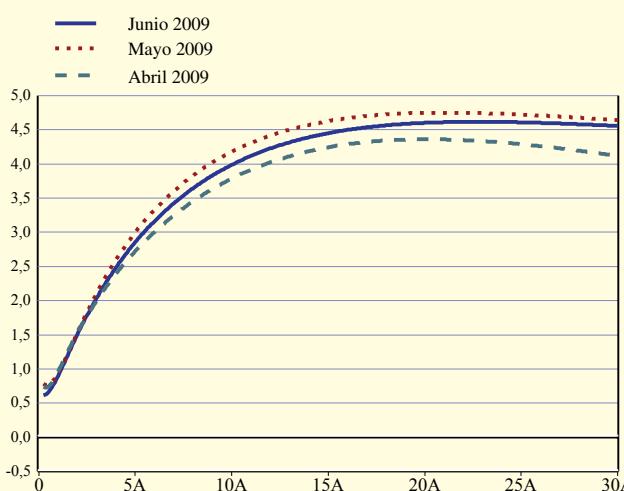
	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dic	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Ene	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Feb	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
Mar	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
Abr	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
May	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Jun	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Jul	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Ago	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sep	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Oct	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dic	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Ene	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Feb	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
Mar	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
Abr	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
May	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Jun	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Jul	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Ago	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sep	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Oct	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42

C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de periodo)

C27 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



Fuente: BCE. Datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del periodo)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Aqua, 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
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2008 II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
III	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
IV	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
2008 Jun	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
Jul	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0
Ago	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4
Sep	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
Oct	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
Nov	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7
Dic	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3

C28 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 consumo¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2008 I	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,6	0,2	3,4	0,8	3,5	2,5
II	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,2	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8
III	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,8	0,9	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
IV	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,3	0,3	-8,7	0,5	2,1	3,4
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,4	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2009 Ene	107,0	1,1	1,8	0,2	2,4	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,9
Feb	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9
Mar	107,8	0,6	1,5	-0,4	1,9	0,0	0,0	-0,2	0,1	-1,2	0,1	0,3	2,9
Abr	108,2	0,6	1,7	-0,7	2,5	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,4	1,9
May	108,3	0,0	1,5	-1,4	2,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,4	0,0	-0,2	1,6
Jun ⁴⁾		-0,1											

	Bienes						Servicios						Varios	
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales				
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía								
% del total ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8		
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1		
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3		
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2		
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5		
2008 I	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2		
II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2		
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3		
IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2		
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1		
2008 Dic	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1		
2009 Ene	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2		
Feb	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1		
Mar	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,0		
Abr	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1		
May	0,9	1,0	0,7	-2,5	0,8	-11,6	2,1	1,8	3,1	-1,0	2,4	2,0		

Fuentes: Eurostat y cálculos del 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) Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- 3) En el año 2009.
- 4) Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio 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 residenciales¹⁾

	Precios industriales, excluida construcción											Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾							
	Total (índice 2005 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía											
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo														
						Total	Duradero	No duradero												
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12								
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,1	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6								
2006	105,0	5,0	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,5	1,5	13,3	4,1	6,5								
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,7	2,2	2,3	2,4	2,1	1,3	4,0	4,4								
2008	114,2	5,9	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,0	13,7	4,1	1,7								
2008 I	111,8	5,3	5,5	3,5	3,9	1,6	4,7	3,1	4,9	11,1	3,1	-								
II	114,6	6,8	6,3	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	16,8	4,0	2,8 ⁵⁾								
III	117,0	8,2	6,6	4,3	5,5	2,3	4,2	2,7	4,4	21,1	5,5	-								
IV	113,5	3,3	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,7	1,9	6,3	3,9	0,6 ⁶⁾								
2009 I	109,9	-1,7	-4,0	-0,9	-2,7	1,8	-0,6	1,9	-1,0	-4,1	-	-								
2008 Nov	113,3	2,9	0,3	2,3	2,4	2,7	1,9	2,6	1,8	4,5	-	-								
Dic	111,6	1,2	-1,6	1,4	1,2	2,1	1,2	2,6	1,0	0,6	-	-								
2009 Ene	110,5	-0,6	-3,0	-0,1	-1,2	2,0	-0,1	2,0	-0,4	-2,1	-	-								
Feb	110,0	-1,6	-3,9	-1,0	-2,9	1,9	-0,6	1,9	-1,0	-3,5	-	-								
Mar	109,2	-2,9	-5,1	-1,7	-4,0	1,6	-1,2	1,8	-1,6	-6,7	-	-								
Abr	108,2	-4,6	-5,8	-2,4	-5,2	1,3	-1,4	1,6	-1,8	-10,9	-	-								

3. Precios de las materias primas y deflactores del producto interior bruto¹⁾

Precios del petróleo ⁶⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflactores del PIB						
	Ponderados ⁷⁾ por las importaciones			Ponderados ⁸⁾ por el destino			Total (índice d.) (índice 2000 = 100)	Total		Demanda interna			
	Total	Alimen-ticos	No alimen-ticos	Total	Alimen-ticos	No alimen-ticos				Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,7
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,9	2,9	2,8	2,5
2008 II	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,6	2,5
III	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,3	3,5	2,8	3,0
IV	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,2	2,5	2,1	1,9	2,4	2,1
2009 I	35,1	-23,5	-14,8	-27,6	-25,0	-17,3	-30,6	119,9	1,7	1,1	0,5	2,8	0,5
II	43,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,2
2009 Ene	34,3	-21,0	-10,4	-26,0	-22,3	-13,5	-28,7	-	-	-	-	-	-
Feb	34,6	-24,3	-16,1	-28,2	-26,6	-20,4	-31,4	-	-	-	-	-	-
Mar	36,5	-25,0	-17,7	-28,5	-25,8	-17,8	-31,7	-	-	-	-	-	-
Abr	39,0	-19,8	-11,7	-23,6	-20,1	-10,8	-26,6	-	-	-	-	-	-
May	42,8	-19,0	-8,2	-24,1	-18,4	-6,5	-26,6	-	-	-	-	-	-
Jun	49,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

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

3) Dados experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

4) En el año 2005.

5) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.

6) Brent (para entrega en un mes).

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el periodo 2004-2006.

8) 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 periodo 2004-2006. Dados experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

9) Los deflactores de las importaciones y la exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo¹⁾ (datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad						Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			
			1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ²⁾										
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9		1,3		2,1	2,0
2006	110,0	1,0	2,8	-0,7	3,6		0,1		2,6	2,2
2007	111,8	1,6	1,8	-0,3	3,9		1,1		2,6	2,1
2008	115,3	3,2	-0,2	3,5	1,9		3,3		3,0	3,3
2008 I	113,5	2,5	1,2	1,0	2,1		1,8		4,0	3,0
II	114,8	2,9	-0,9	1,4	2,0		2,5		2,7	4,6
III	115,7	3,5	-0,9	3,9	2,6		4,4		3,5	2,8
IV	117,9	4,5	-0,4	9,1	2,1		5,1		2,1	3,2
2009 I	119,9	5,7								
Remuneración por asalariado										
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0		2,1		2,4	1,9
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5		1,5		2,4	1,6
2007	117,8	2,5	3,8	2,9	3,0		2,1		2,3	2,5
2008	121,4	3,1	3,1	2,9	3,9		3,0		2,3	3,5
2008 I	120,2	3,1	3,8	3,4	3,5		2,5		2,6	3,3
II	121,2	3,2	2,8	2,7	4,1		2,3		2,2	4,4
III	121,9	3,5	3,1	3,1	4,5		4,2		2,8	3,2
IV	122,5	2,8	2,5	2,6	3,8		3,1		1,6	3,3
2009 I	122,5	1,9								
Productividad del trabajo ³⁾										
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8		0,8		0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,5	4,2	-0,2		1,4		-0,2	-0,5
2007	105,4	0,9	2,0	3,3	-0,8		1,0		-0,3	0,4
2008	105,3	-0,1	3,2	-0,5	1,9		-0,3		-0,7	0,2
2008 I	105,9	0,6	2,5	2,3	1,4		0,7		-1,3	0,4
II	105,6	0,3	3,7	1,2	2,0		-0,1		-0,5	-0,2
III	105,4	-0,1	4,0	-0,8	1,9		-0,2		-0,7	0,4
IV	103,9	-1,6	2,9	-6,0	1,6		-2,0		-0,4	0,1
2009 I	102,1	-3,6	2,5	-13,2	1,2		-3,7		0,2	-0,1

5. Costes laborales por hora^{1), 4)}

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por componentes			Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁵⁾	
			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 ⁶⁾	100,0	100,0	73,1		26,9	34,6		9,1	56,3	
2005	116,5	2,3	2,3		2,1	2,2		1,7	2,4	2,1
2006	119,4	2,3	2,3		2,2	3,3		1,5	1,9	2,3
2007	122,5	2,7	2,9		2,0	2,6		2,9	2,6	2,1
2008	126,8	3,3	3,3		3,1	3,6		4,0	3,0	3,2
2008 I	124,8	3,3	3,7		2,5	3,7		4,2	2,9	2,8
II	125,9	2,3	2,4		2,2	2,3		3,6	2,2	2,9
III	127,4	3,4	3,4		3,3	2,8		3,5	3,7	3,4
IV	128,9	4,0	3,9		4,4	5,6		4,6	3,0	3,6
2009 I		3,7	3,6		4,5	6,1		3,6	2,4	3,2

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

4) 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, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5) Datos experimentales. Para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet.

6) En el año 2000.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto ¹⁾

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ³⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)									
2005	8.144,1	8.022,7	4.667,9	1.664,9	1.684,5	5,4	121,3	3.113,8	2.992,5
2006	8.557,8	8.456,4	4.872,3	1.732,2	1.834,4	17,5	101,4	3.471,8	3.370,4
2007	8.998,6	8.859,4	5.063,0	1.799,5	1.972,3	24,6	139,2	3.740,7	3.601,6
2008	9.266,2	9.174,2	5.232,3	1.885,8	2.016,3	39,8	92,0	3.871,9	3.779,9
2008 I	2.312,1	2.279,5	1.298,5	461,4	511,9	7,7	32,5	982,8	950,3
II	2.324,7	2.291,5	1.307,8	472,8	509,9	1,0	33,3	988,0	954,8
III	2.328,3	2.313,6	1.319,0	473,4	509,0	12,2	14,7	994,2	979,5
IV	2.301,1	2.289,5	1.307,0	478,1	485,6	18,8	11,6	906,9	895,3
2009 I	2.239,1	2.236,6	1.291,0	482,7	461,2	1,7	2,5	808,0	805,4
porcentaje del PIB									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,8	0,4	1,0	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados) ⁴⁾									
tasas de variación intertrimestral									
2008 I	0,7	0,5	0,1	0,4	1,1	-	-	1,6	1,2
II	-0,3	-0,5	-0,3	0,8	-1,3	-	-	-0,3	-0,8
III	-0,3	0,3	0,1	0,5	-1,0	-	-	-0,6	1,1
IV	-1,8	-0,8	-0,4	0,4	-4,3	-	-	-7,2	-5,1
2009 I	-2,5	-2,1	-0,5	0,0	-4,2	-	-	-8,1	-7,2
tasas de variación interanual									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,7	2,5	1,6	2,2	4,8	-	-	5,9	5,3
2008	0,7	0,7	0,4	1,9	0,0	-	-	1,0	1,0
2008 I	2,2	1,6	1,4	1,5	3,1	-	-	5,1	3,9
II	1,5	0,9	0,5	2,0	1,6	-	-	3,8	2,4
III	0,5	0,5	0,1	2,0	-0,3	-	-	1,4	1,4
IV	-1,7	-0,4	-0,6	2,1	-5,5	-	-	-6,5	-3,7
2009 I	-4,8	-3,1	-1,1	1,7	-10,4	-	-	-15,5	-11,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales									
2008 I	0,7	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
II	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-
III	-0,3	0,3	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,7	-	-
IV	-1,8	-0,8	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-1,0	-	-
2009 I	-2,5	-2,1	-0,3	0,0	-0,9	-1,0	-0,4	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2008	0,7	0,7	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2008 I	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,2	0,6	-	-
II	1,5	0,9	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,6	-	-
III	0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
IV	-1,7	-0,4	-0,3	0,4	-1,2	0,7	-1,3	-	-
2009 I	-4,8	-3,0	-0,6	0,3	-2,3	-0,4	-1,8	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con los cuadros 7.1.2 y 7.3.1.

3) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

4) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad¹⁾

	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2005	7.299,2	144,0	1.482,3	441,7	1.540,5	2.021,2	1.669,4	844,9
2006	7.643,9	142,1	1.557,3	476,8	1.602,7	2.138,0	1.727,1	913,9
2007	8.040,4	151,9	1.643,5	514,7	1.673,0	2.261,7	1.795,6	958,1
2008	8.311,5	147,9	1.672,4	536,9	1.727,8	2.357,2	1.869,4	954,7
2008 I	2.070,2	38,6	423,7	135,0	431,4	583,0	458,5	241,9
II	2.085,0	37,3	425,6	134,7	431,0	589,1	467,4	239,7
III	2.088,6	36,7	422,3	135,0	434,5	592,5	467,6	239,7
IV	2.067,6	35,4	400,8	132,1	430,9	592,6	475,9	233,4
2009 I	2.012,6	36,1	359,3	132,1	420,5	586,7	478,0	226,6
porcentaje del valor añadido								
2008	100,0	1,8	20,1	6,5	20,8	28,4	22,5	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados) ²⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2008 I	0,6	1,4	0,4	1,8	0,8	0,6	0,2	1,4
II	-0,1	-0,2	-0,6	-2,1	-0,5	0,5	0,4	-1,3
III	-0,3	-0,4	-1,4	-1,7	-0,2	-0,1	0,5	-0,4
IV	-1,7	0,9	-5,7	-1,7	-1,8	-0,6	0,2	-2,0
2009 I	-2,5	-0,3	-8,8	-0,5	-2,6	-0,9	0,0	-2,4
tasas de variación interanual								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,8	1,3	1,8
2006	2,9	-1,5	3,9	2,6	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	3,0	0,5	3,6	3,1	3,0	3,7	1,6	0,7
2008	0,9	1,7	-0,7	-0,5	1,0	1,8	1,4	-0,7
2008 I	2,4	1,2	2,7	1,7	3,1	2,7	1,3	0,3
II	1,6	1,7	1,4	0,3	1,6	2,4	1,2	0,1
III	0,7	2,3	-1,0	-1,2	0,7	1,6	1,5	-1,0
IV	-1,6	1,8	-7,2	-3,7	-1,7	0,4	1,4	-2,3
2009 I	-4,7	0,1	-15,7	-5,8	-5,0	-1,0	1,2	-6,0
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales								
2008 I	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
II	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
III	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
IV	-1,7	0,0	-1,1	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,5	0,0	-1,7	0,0	-0,5	-0,2	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	-
2008 I	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,8	0,3	-
II	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
III	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,3	-
IV	-1,6	0,0	-1,5	0,2	-0,3	0,1	0,3	-
2009 I	-4,7	0,0	-3,2	-0,4	-1,0	-0,3	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

3. Producción industrial¹⁾

	Total	Industria, excluida construcción										Construcción			
		Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía				
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
% del total ²⁾	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,7	5,0	5,9	2,9	4,3	2,7	0,6	3,6			
2007	3,3	108,2	3,8	4,2	4,3	3,8	6,6	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,6			
2008	-2,3	106,2	-1,7	-1,9	-1,9	-3,3	-0,3	-1,9	-5,6	-1,2	0,2	-4,6			
2008 II	-0,1	109,0	1,1	1,0	1,0	0,2	3,5	-1,0	-2,1	-0,8	2,1	-4,0			
III	-2,3	105,8	-1,5	-1,5	-1,6	-2,0	-0,8	-2,1	-7,3	-1,3	-0,3	-5,1			
IV	-8,9	99,0	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,5	-11,7	-3,4	-4,4	-8,3			
2009 I	-16,8	91,5	-18,3	-20,0	-20,4	-25,2	-23,2	-7,3	-20,5	-5,2	-4,6	-10,5			
2008 Nov	-8,5	99,1	-9,1	-9,3	-9,5	-12,8	-8,8	-4,7	-12,5	-3,3	-5,3	-6,3			
Dic	-12,5	96,1	-12,4	-13,2	-13,5	-21,4	-11,6	-4,6	-14,6	-3,1	-5,0	-13,0			
2009 Ene	-15,4	93,5	-16,5	-18,7	-19,1	-23,7	-22,2	-6,2	-18,3	-4,2	0,0	-10,9			
Feb	-17,9	91,1	-19,2	-21,1	-21,5	-25,8	-25,0	-8,5	-22,2	-6,3	-3,6	-12,6			
Mar	-17,1	89,9	-19,1	-20,2	-20,6	-25,9	-22,4	-7,4	-20,7	-5,2	-10,2	-8,3			
Abr	-18,1	88,7	-20,7	-21,5	-22,3	-27,0	-26,2	-7,3	-20,6	-5,0	-10,5	-5,3			
tasas de variación intermensual (d.)															
2008 Nov	-2,7	-	-2,9	-3,0	-3,2	-4,5	-3,1	-0,6	-4,1	-0,1	-2,7	-1,2			
Dic	-3,3	-	-3,0	-3,4	-3,5	-6,6	-3,1	-0,7	-2,8	-0,5	0,4	-2,9			
2009 Ene	-1,8	-	-2,7	-3,5	-3,6	-2,1	-6,9	-0,4	-2,2	-0,1	0,4	1,4			
Feb	-2,3	-	-2,5	-2,5	-2,6	-2,5	-3,2	-1,8	-3,5	-1,5	-2,1	-1,3			
Mar	-0,7	-	-1,3	-1,1	-0,9	-1,7	0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-3,9	0,7			
Abr	-1,2	-	-1,3	-1,0	-1,5	-1,7	-2,6	0,0	-0,2	0,0	0,5	0,3			

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles¹⁾

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

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) En el año 2005.

3) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 61,2% del total de las manufacturas en el año 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 netos¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera						Indicador de confianza de los consumidores													
	Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses										
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción							1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28										-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15										-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5										-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23										-14
2008 II	97,7	-3	-6	9	7	83,3	-14	-10	-22	10										-14
III	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23										-14
IV	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49										-14
2009 I	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-33	-11	-41	64										-14
II	70,3	-33	-62	18	-21	.	-28	-9	-34	59										-11
2009 Ene	67,2	-33	-49	20	-31	74,7	-31	-11	-38	59										-15
Feb	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	64										-14
Mar	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	69										-13
Abr	67,3	-35	-60	20	-25	70,5	-31	-10	-38	63										-11
May	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58										-13
Jun	73,3	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55										-9

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios					
	Total ⁴⁾			Expectativas de creación de empleo		Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18		
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24		
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23		
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7		
2008 II	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13		
III	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6		
IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6		
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18		
II	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15		
2009 Ene	-30	-35	-26	-20	-21	20	-18	-22	-32	-19	-15		
Feb	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19		
Mar	-32	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19		
Abr	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19		
May	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14		
Jun	-34	-43	-24	-16	-23	8	-17	-20	-26	-22	-11		

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional			Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,8	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5	
2006	144,185	1,6	1,8	0,7	-2,0	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8	
2007	146,759	1,8	1,9	0,9	-1,4	0,3	4,0	1,9	4,0	1,3	
2008	147,929	0,8	1,0	-0,2	-1,5	-0,2	-2,4	1,3	2,5	1,2	
2008 I	148,117	1,5	1,6	0,8	-1,2	0,3	0,3	2,4	4,0	0,8	
II	148,204	1,1	1,4	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4	
III	147,960	0,6	0,8	-0,9	-1,7	-0,2	-2,9	0,9	2,2	1,1	
IV	147,434	0,0	0,1	-0,8	-1,1	-1,3	-5,3	0,4	0,9	1,4	
2009 I	146,215	-1,2	-1,1	-2,1	-2,4	-2,9	-7,1	-1,3	-1,2	1,3	
tasas de variación intertrimestral (d.)											
2008 I	0,593	0,4	0,4	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,7	1,1	0,0	
II	0,087	0,1	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	-1,2	0,1	0,2	0,6	
III	-0,243	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-1,5	0,0	0,1	0,1	
IV	-0,526	-0,4	-0,3	-0,7	0,2	-1,0	-2,3	-0,4	-0,6	0,5	
2009 I	-1,220	-0,8	-0,8	-0,9	-0,6	-1,4	-2,2	-1,0	-1,0	0,0	

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		77,9		22,1		50,5		49,5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,674	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,793	10,0
2006	12,875	8,3	10,053	7,3	2,822	16,4	6,396	7,5	6,479	9,4
2007	11,651	7,5	9,114	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,918	8,5
2008	11,896	7,6	9,284	6,6	2,612	15,4	6,008	6,9	5,888	8,3
2008 I	11,388	7,2	8,893	6,4	2,495	14,6	5,614	6,5	5,773	8,2
II	11,602	7,4	9,056	6,5	2,546	14,9	5,790	6,7	5,812	8,2
III	11,935	7,6	9,316	6,6	2,619	15,5	6,067	7,0	5,868	8,3
IV	12,659	8,0	9,872	7,0	2,787	16,4	6,560	7,6	6,099	8,6
2009 I	13,767	8,7	10,772	7,6	2,995	17,6	7,307	8,4	6,460	9,0
2008 Nov	12,646	8,0	9,860	7,0	2,786	16,4	6,552	7,5	6,094	8,6
Dic	12,945	8,2	10,103	7,2	2,841	16,7	6,750	7,8	6,195	8,7
2009 Ene	13,360	8,4	10,453	7,4	2,907	17,1	7,039	8,1	6,321	8,9
Feb	13,757	8,7	10,762	7,6	2,995	17,6	7,306	8,4	6,451	9,0
Mar	14,183	8,9	11,100	7,8	3,083	18,1	7,576	8,7	6,607	9,2
Abr	14,579	9,2	11,430	8,0	3,149	18,5	7,836	8,9	6,743	9,4

Fuente: Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2008.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾					
		Impuest. directos			Hogares		Empresas		Impuest. indirectos		Recibidos por inst. de la UE		Cotizaciones sociales		Empleadores		Asalariados		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14				
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6					
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6					
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2					
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1					
2004	44,5	44,1	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8					
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9					
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5					
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7					
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0					

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes									Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7	
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8	
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2	
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8	
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4	
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3	
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8	
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,1	
2008	46,7	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8	

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							Consumo público colectivo	Consumo público individual	
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	11	12	13	14
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6		
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7		
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0		
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2		
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1		
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3		
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2		
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1		
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3		

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, los empleos y los déficit/superávit se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor					Otros acreedores ³⁾	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾						
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,3	48,7	25,4	13,7	9,6	23,2		
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1		
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2		
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9		
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7		
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,4	10,8	8,4	31,8		
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,1	11,2	7,2	34,5		
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4		
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9		
2008	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1		

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾					Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
												1	2
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,1	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	66,6	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por origen, instrumento financiero y sector tenedor

Total	Origen de la variación					Instrumentos financieros				Sector tenedor				Otros acreedores ⁷⁾
	Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efecto agregación ⁵⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁶⁾	IFM	Otras sociedades financieras			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1	
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1	
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6	
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,7	0,8	2,6	
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3	
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8	
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5	
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2	
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2	

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁸⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁹⁾												Otros ¹⁰⁾	
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP									Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹¹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2000	1,0	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5	
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	
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	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1	

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- La diferencia entre las variaciones de la deuda total obtenida de la agregación de la deuda de distintos países y la agregación de variaciones de la deuda por países se debe a las variaciones en los tipos de conversión utilizados antes de 2001.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total	Recursos corrientes						Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 IV	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 I	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	45,8	44,3	11,9	12,7	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,4
III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
III	42,7	42,2	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	13,0	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 I	42,0	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,3	42,6	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,3	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,4	48,8	14,1	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,1	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,7	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,8	49,2	14,5	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 I	42,0	41,6	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
II	44,9	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,8
III	43,1	42,7	11,8	12,5	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7

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

	Total	Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002 IV	50,8	46,3	11,0	5,7	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,7	-1,8	1,5
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,5	3,5	24,9	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
II	47,1	43,5	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
IV	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
IV	50,9	45,7	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	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,5
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 I	45,2	42,1	10,0	4,5	2,9	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
III	45,0	41,2	9,5	4,7	3,0	24,0	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
IV	50,3	45,1	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 I	44,4	41,3	9,7	4,6	2,9	24,0	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
II	45,0	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,5	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
IV	51,6	46,5	11,0	6,0	2,8	26,8	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda¹⁾
(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero²⁾

	Total	Instrumentos financieros				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	
	1	2	3	4	5	
2006 I	70,3	2,5	11,7	4,9	51,2	
II	70,3	2,5	11,6	4,8	51,4	
III	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0	
IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	
2007 I	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9	
II	68,6	2,2	11,1	5,1	50,3	
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4	
IV	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	
2008 I	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8	
II	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1	
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6	
IV	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

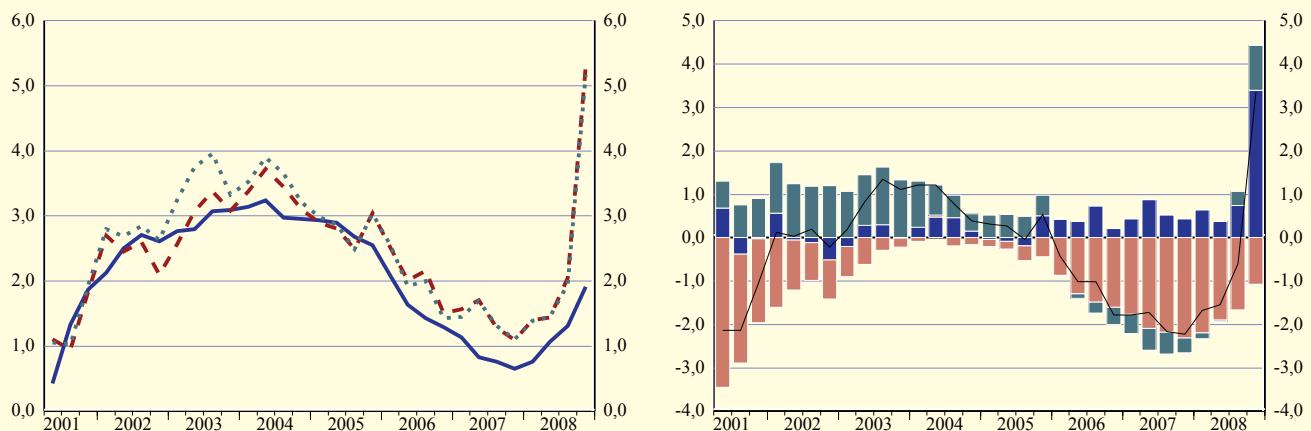
	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación	
			Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2006 I	4,9	-2,9	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,4	-0,4	1,1	5,2	
II	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6	
III	1,2	-1,6	-0,3	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	1,0	
IV	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8	
2007 I	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,1	
II	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5	
III	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	
IV	-3,5	-0,5	-3,9	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4	
2008 I	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,1	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,1	
II	3,7	-0,1	3,7	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,7	
III	2,1	-2,3	-0,2	-0,9	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,2	1,6	
IV	9,3	-2,8	6,5	6,5	0,6	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,1	9,3	

C29 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda
(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

C30 Deuda según los criterios Maastricht
(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

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

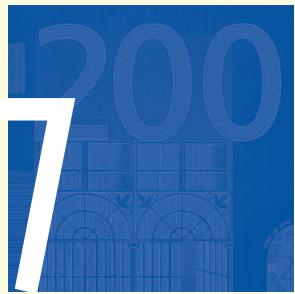
■ Ajuste entre déficit y deuda
■■ Déficit/superávit primario
■■■ Crecimiento/diferencial de tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-93,6	-6,1	41,7	-32,4	-96,8	12,4	-81,2	313,6	-251,3	439,2	-30,9	160,5	-3,9	-232,4
2008 I	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
II	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
III	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
IV	-22,0	-0,7	5,2	-0,9	-25,7	1,3	-20,7	136,7	-86,7	201,8	9,2	12,8	-0,4	-116,0
2009 I	-25,9	-6,3	4,5	1,9	-26,0	3,0	-22,9	105,6	-46,6	134,7	10,0	1,9	5,7	-82,7
2008 Abr	-7,5	5,1	2,9	-7,4	-8,1	0,7	-6,8	25,7	-23,0	-17,9	-3,1	73,0	-3,3	-18,9
May	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
Jun	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
Jul	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
Ago	11,5	-7,1	5,0	1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
Sep	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
Oct	-5,1	3,7	1,5	0,6	-10,9	0,0	-5,1	97,3	-10,9	135,3	17,7	-36,8	-8,0	-92,3
Nov	-13,7	-4,0	0,9	-1,5	-9,2	1,5	-12,2	19,6	-53,3	60,2	-5,7	18,8	-0,4	-7,4
Dic	-3,3	-0,4	2,8	-0,1	-5,6	-0,2	-3,4	19,7	-22,5	6,4	-2,9	30,8	7,9	-16,3
2009 Ene	-19,9	-10,1	1,6	-1,7	-9,7	0,7	-19,2	51,2	-15,9	-7,4	5,8	63,3	5,4	-32,0
Feb	-2,1	1,0	1,5	0,5	-5,1	0,9	-1,1	-3,4	-11,8	56,1	3,6	-52,5	1,1	4,5
Mar	-4,0	2,8	1,4	3,0	-11,2	1,4	-2,6	57,8	-18,9	85,9	0,6	-8,9	-0,9	-55,3
Abr	-9,2	4,0	2,3	-6,9	-8,6	2,0	-7,2	2,8	-1,2	-6,0	6,7	3,2	0,1	4,4
operaciones acumuladas de 12 meses														
2009 Abr	-104,0	-11,0	35,6	-33,5	-95,0	10,7	-93,3	360,8	-200,9	497,2	11,6	42,6	10,2	-267,5

C3 I Cuenta corriente

(mm de euros)

- █ Operaciones trimestrales
- █ Operaciones acumuladas de 12 meses



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

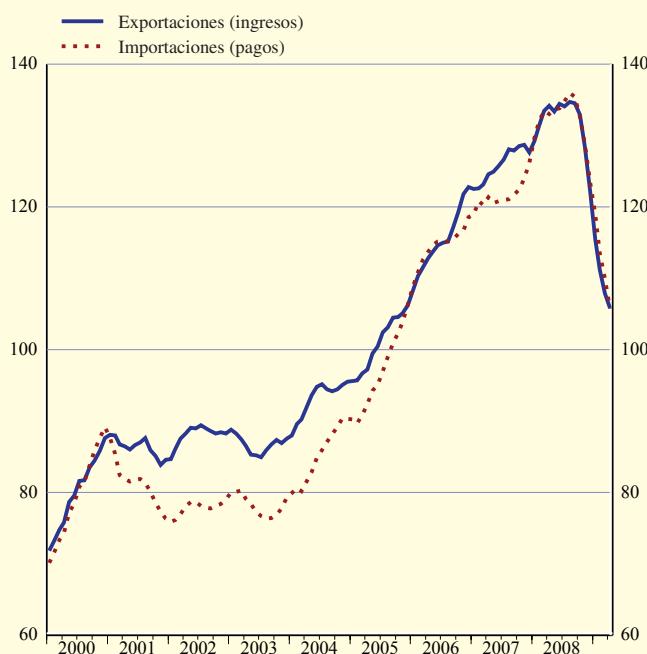
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.760,3	2.853,9	-93,6	1.579,3	1.585,4	504,0	462,3	588,8	621,2	88,2	6,6	185,0	21,1	25,7	13,3
2008 I	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
II	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
III	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
IV	674,0	696,1	-22,0	378,2	378,9	124,7	119,5	144,5	145,5	26,6	1,7	52,2	5,3	4,8	3,4
2009 I	570,3	596,2	-25,9	312,3	318,7	108,0	103,5	123,5	121,7	26,5	-	52,4	-	5,4	2,4
2009 Feb	193,1	195,1	-2,1	102,9	101,9	34,4	32,9	39,8	39,3	16,0	.	21,1	.	1,5	0,6
Mar	195,8	199,7	-4,0	111,0	108,3	36,6	35,2	43,4	40,4	4,7	.	15,9	.	2,2	0,8
Abr	185,8	194,9	-9,2	104,0	100,0	36,9	34,6	39,5	46,4	5,4	.	13,9	.	2,8	0,7
	Datos desestacionalizados														.
2008 I	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	.	47,2	.	.	.
II	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.
III	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.
IV	653,4	688,7	-35,3	366,4	370,3	123,3	115,8	141,8	154,0	21,9	.	48,6	.	.	.
2009 I	592,4	619,6	-27,2	323,7	329,8	119,1	110,4	127,6	134,3	22,0	.	45,1	.	.	.
2008 Nov	220,2	235,8	-15,6	120,9	124,9	42,0	40,1	50,2	55,1	7,1	.	15,7	.	.	.
Dic	205,4	218,2	-12,8	115,1	117,8	39,4	35,7	43,4	48,3	7,5	.	16,4	.	.	.
2009 Ene	203,4	215,7	-12,3	110,1	114,0	41,8	38,0	44,5	48,1	7,0	.	15,5	.	.	.
Feb	197,2	205,1	-7,8	108,3	108,7	38,7	36,1	42,1	45,7	8,1	.	14,6	.	.	.
Mar	191,8	198,8	-7,0	105,3	107,0	38,6	36,3	41,0	40,5	7,0	.	15,0	.	.	.
Abr	187,6	193,5	-5,9	104,0	101,4	38,9	36,0	38,5	41,2	6,2	.	14,9	.	.	.

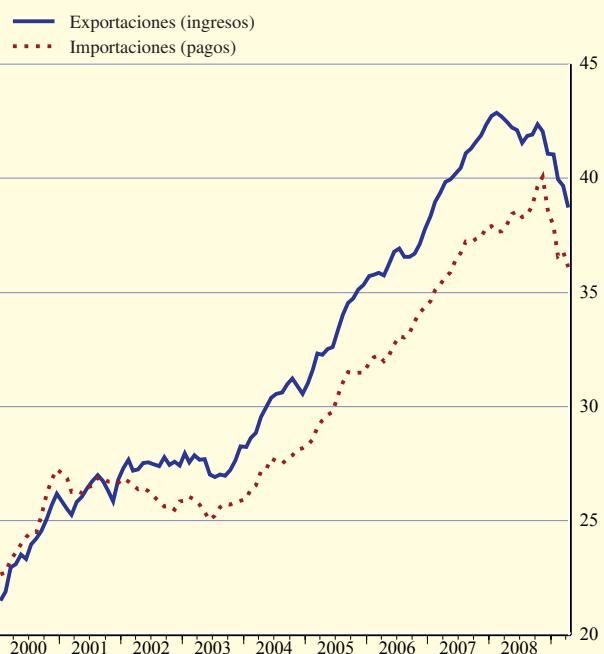
C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

Rentas del trabajo		Rentas de la inversión															
		Ingresos		Pagos		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones			
Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones		Ingresos	Pagos		
		Ingresos		Pagos		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.					
		Ingresos		Pagos		Ingresos		Ingresos		Ingresos		Ingresos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6	
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5	
2008	19,1	10,4	569,7	610,8	192,3	65,8	126,6	43,3	30,0	25,7	42,8	124,4	123,0	129,3	181,6	204,8	
2007 IV	4,9	2,7	147,7	141,4	52,5	13,8	31,2	6,9	7,4	6,5	9,4	20,6	30,7	30,5	47,5	52,5	
2008 I	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4	
II	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2	
III	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7	
IV	4,9	2,7	139,7	142,7	44,4	12,2	28,4	7,3	8,6	6,5	8,5	21,0	30,3	35,3	47,9	51,6	

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

I 2008 a IV 2008	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Insti- tuciones de la UE									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.760,3	999,7	60,5	85,8	518,6	277,7	57,1	41,1	35,9	85,2	31,1	57,2	103,4	185,8	404,8	815,9
Bienes	1.579,3	542,5	36,4	54,3	233,6	218,1	0,0	22,5	18,6	65,5	23,5	33,8	79,1	91,8	192,6	509,4
Servicios	504,0	171,4	12,9	13,7	110,0	29,0	5,7	7,3	6,8	15,2	5,7	11,3	14,2	50,6	79,8	141,8
Renta	588,8	222,7	10,4	16,2	162,1	27,4	6,7	11,0	9,8	4,3	1,8	11,8	9,8	36,9	125,4	155,4
Rentas de la inversión	569,7	216,1	10,3	16,0	160,3	26,6	2,9	11,0	9,7	4,2	1,7	11,7	9,7	29,9	123,6	152,1
Transferencias corrientes	88,2	63,2	0,8	1,5	13,0	3,2	44,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,4	6,5	7,1	9,3
Cuenta de capital	25,7	22,3	0,0	0,0	1,1	0,2	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,2
Pagos																
Cuenta corriente	2.853,9	904,0	47,3	85,1	439,4	228,0	104,1	-	31,8	-	-	100,4	-	180,9	391,2	-
Bienes	1.585,4	435,9	30,4	51,5	176,2	177,8	0,0	27,9	14,3	179,3	20,9	55,8	111,9	79,2	143,1	517,1
Servicios	462,3	141,2	8,2	11,7	87,6	33,4	0,2	5,3	6,8	11,2	4,6	8,3	9,4	39,9	95,4	140,2
Renta	621,2	212,7	7,7	20,6	163,5	11,9	9,0	-	8,9	-	-	35,7	-	55,8	144,1	-
Rentas de la inversión	610,8	206,6	7,6	20,5	162,0	7,5	9,0	-	8,8	-	-	35,6	-	55,3	143,1	-
Transferencias corrientes	185,0	114,2	1,0	1,3	12,1	4,9	95,0	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,7	48,6
Cuenta de capital	13,3	2,3	0,0	0,1	1,2	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,6
Neto																
Cuenta corriente	-93,6	95,7	13,2	0,7	79,2	49,7	-47,1	-	4,1	-	-	-43,2	-	4,9	13,6	-
Bienes	-6,1	106,6	6,0	2,9	57,3	40,4	0,0	-5,4	4,3	-113,8	2,6	-22,0	-32,8	12,6	49,5	-7,7
Servicios	41,7	30,1	4,7	2,0	22,4	-4,5	5,5	2,0	0,0	4,0	1,1	3,0	4,8	10,7	-15,6	1,6
Renta	-32,4	10,1	2,7	-4,5	-1,4	15,5	-2,3	-	0,8	-	-	-24,0	-	18,9	-18,7	-
Rentas de la inversión	-41,1	9,5	2,7	-4,5	-1,8	19,2	-6,1	-	0,9	-	-	-23,9	-	-25,4	-19,5	-
Transferencias corrientes	-96,8	-51,1	-0,2	0,3	0,9	-1,6	-50,3	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,6	-1,6	-39,3
Cuenta de capital	12,4	20,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	20,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-6,3

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,6	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,9	165,8	-13,0	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 III	13.929,1	15.185,3	-1.256,3	150,5	164,1	-13,6	3.777,4	3.198,8	4.281,0	6.029,1	23,2	5.476,5	5.957,5	370,9
IV	13.126,5	14.847,4	-1.720,9	141,6	160,1	-18,6	3.753,7	3.185,7	3.747,3	5.978,2	19,7	5.222,0	5.683,5	383,9
Variaciones de los saldos vivos														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 III	229,7	288,3	-58,6	10,0	12,6	-2,6	112,7	45,7	-151,1	-20,8	27,9	223,2	263,4	17,0
IV	-802,5	-337,9	-464,6	-34,0	-14,3	-19,7	-23,8	-13,0	-533,8	-50,9	-3,5	-254,5	-274,0	13,0
Operaciones														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	708,8	-313,6	4,3	7,6	-3,4	351,0	99,7	-14,7	424,5	30,9	24,2	184,7	3,9
2008 III	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
IV	-373,1	-236,4	-136,7	-15,8	-10,0	-5,8	50,5	-36,2	-155,3	46,5	-9,2	-259,6	-246,8	0,4
2009 I	-238,9	-133,3	-105,6	-10,9	-6,1	-4,8	75,0	28,4	-55,0	79,6	-10,0	-243,2	-241,3	-5,7
2008 Dic	-225,5	-205,8	-19,7	.	.	.	8,0	-14,5	-22,1	-15,7	2,9	-206,4	-175,6	-7,9
2009 Ene	-14,3	36,9	-51,2	.	.	.	27,2	11,3	20,8	13,5	-5,8	-51,2	12,1	-5,4
Feb	-110,3	-113,7	3,4	.	.	.	20,4	8,6	-21,0	35,1	-3,6	-104,9	-157,4	-1,1
Mar	-114,3	-56,4	-57,8	.	.	.	27,4	8,6	-54,8	31,0	-0,6	-87,1	-96,1	0,9
Abr	77,9	80,6	-2,8	.	.	.	56,6	55,4	0,4	-5,7	-6,7	27,7	30,9	-0,1
Otros flujos														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 III	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
IV	2,8	4,8	-	.	.	.	10,1	3,2	-0,6	7,1	.	0,4	3,4	1,1
2009 I	-3,0	-0,1	.	.	.	.	7,2	1,1	-3,5	5,9	.	-9,4	-6,8	-1,8

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

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

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 III	3.777,4	3.007,4	253,2	2.754,2	770,1	6,7	763,4	3.198,8	2.371,8	65,7	2.306,2	826,9	18,3	808,7
IV	3.753,7	2.970,1	241,2	2.728,8	783,6	6,4	777,2	3.185,7	2.368,9	65,6	2.303,3	816,8	17,1	799,7
	Operaciones													
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	351,0	234,6	15,2	219,4	116,4	-0,2	116,6	99,7	69,0	-1,2	70,2	30,7	1,5	29,2
2008 III	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
IV	50,5	35,0	7,1	28,0	15,5	-0,3	15,8	-36,2	0,7	0,0	0,7	-36,9	-0,2	-36,7
2009 I	75,0	34,8	7,3	27,5	40,2	2,2	38,1	28,4	20,0	-0,2	20,2	8,4	0,1	8,3
2008 Dic	8,0	7,2	2,2	5,0	0,8	-0,5	1,3	-14,5	2,6	0,5	2,1	-17,1	-0,2	-16,9
2009 Ene	27,2	15,1	5,6	9,5	12,1	1,6	10,5	11,3	6,3	0,6	5,7	5,0	0,4	4,6
Feb	20,4	8,6	0,7	7,9	11,8	0,5	11,4	8,6	5,6	0,4	5,3	2,9	0,1	2,8
Mar	27,4	11,1	1,0	10,1	16,3	0,1	16,2	8,6	8,1	-1,2	9,2	0,5	-0,4	0,9
Abr	56,6	47,9	6,7	41,2	8,8	1,5	7,2	55,4	47,9	0,3	47,6	7,5	0,1	7,4
	Tasas de crecimiento													
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 III	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
IV	10,1	8,3	6,2	8,5	17,1	-4,5	17,3	3,2	3,0	-1,9	3,1	4,1	8,4	4,0
2009 I	7,2	5,3	5,9	5,2	14,9	-6,5	15,1	1,1	2,0	-2,3	2,1	-1,3	8,1	-1,5

C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- █ Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- █ Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones								
		Bolos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario											
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 III	4.281,0	1.510,5	88,2	2,7	1.422,3	39,0	2.287,9	990,8	23,2	1.297,1	19,4	482,6	390,8	55,1	91,9	0,7
IV	3.747,3	1.154,7	70,2	2,9	1.084,5	28,1	2.147,3	957,6	19,2	1.189,7	17,0	445,3	376,8	61,6	68,5	1,2
Operaciones																
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3
2008	-14,7	-113,0	-55,4	0,6	-57,6	-0,5	91,1	49,7	6,9	41,4	2,4	7,1	24,9	24,5	-17,8	0,3
2008 III	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2
IV	-155,3	-49,7	-4,0	0,4	-45,6	-1,3	-59,6	-15,3	-4,5	-44,3	-0,5	-46,1	-19,0	-1,8	-27,1	0,2
2009 I	-55,0	-2,7	-8,0	0,0	5,3	-	-34,4	-20,5	-2,6	-13,8	-	18,0	-19,3	-4,7	1,4	-
2008 Dic	-22,1	-5,0	-1,7	0,1	-3,3	-	-23,3	-5,2	-1,5	-18,1	-	6,2	9,5	-0,5	-3,3	-
2009 Ene	20,8	7,8	-0,2	0,0	8,0	-	10,9	7,7	-0,7	3,2	-	2,2	1,7	1,0	0,4	-
Feb	-21,0	8,4	-3,5	0,0	-4,9	-	-12,8	-2,3	0,3	-10,5	-	0,1	-0,3	1,5	0,4	-
Mar	-54,8	-2,1	-4,3	0,0	2,2	-	-32,5	-25,9	-2,2	-6,5	-	20,2	-20,8	-7,2	0,6	-
Abr	0,4	-1,5	0,1	-0,1	-1,6	-	6,8	-6,9	0,4	13,7	-	-5,0	0,4	1,3	-5,4	-
Tasas de crecimiento																
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4
2008 III	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1
IV	-0,6	-6,5	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,1	5,3	26,0	3,3	14,5	1,3	7,0	94,5	-22,7	52,8
2009 I	-3,5	-4,6	-23,5	19,0	-3,2	-	0,8	0,0	-10,4	1,4	-	-16,9	-13,1	50,2	-33,0	-

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones					
		Bolos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario								
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0	
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5	
2008 III	6.029,1	2.414,9	715,4	1.699,3	3.152,6	1.150,5	2.001,6	1.253,7	461,6	176,6	285,0	228,4	
IV	5.978,2	2.126,5	680,8	1.445,7	3.275,8	1.165,8	2.110,1	1.383,1	575,8	171,7	404,1	339,3	
Operaciones													
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1	
2008	424,5	-77,1	93,4	-170,5	281,6	45,1	237,0	197,4	219,9	-6,7	226,6	198,8	
2008 III	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3	
IV	46,5	-45,9	17,8	-63,8	-13,0	-42,0	29,0	32,8	105,5	-11,0	116,5	108,7	
2009 I	79,6	-54,0	-0,9	-53,1	106,2	12,8	93,4	-	27,4	-32,6	60,1	-	
2008 Dic	-15,7	-6,1	-	-	-29,0	-	-	-	19,3	-	-	-	
2009 Ene	13,5	-44,5	-	-	27,8	-	-	-	30,2	-	-	-	
Feb	35,1	-5,9	-	-	35,1	-	-	-	6,0	-	-	-	
Mar	31,0	-3,6	-	-	43,3	-	-	-	-8,7	-	-	-	
Abr	-5,7	-20,2	-	-	-12,4	-	-	-	26,9	-	-	-	
Tasas de crecimiento													
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2	
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6	
2008 III	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6	
IV	7,1	-3,4	12,8	-8,8	9,9	4,1	13,4	18,1	65,5	-3,7	135,6	144,4	
2009 I	5,9	-7,6	2,7	-11,7	10,6	3,5	14,8	-	63,2	-24,5	148,4	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de periodo, operaciones durante el periodo)

5. Otras inversiones: Activos

	Total			Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP			Otros sectores		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 III	5.476,5	34,2	33,2	1,0	3.553,1	3.477,3	75,8	100,8	12,3	39,9	8,7	1.788,5	199,8	1.365,6	371,0
IV	5.222,0	33,5	32,5	1,0	3.284,5	3.226,8	57,7	101,4	12,0	41,2	7,0	1.802,6	190,2	1.388,9	379,7
Operaciones															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	24,2	-4,3	-4,3	0,0	-31,0	-50,0	19,0	-7,0	-1,1	-6,7	-5,9	66,4	13,3	-5,9	-50,7
2008 III	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
IV	-259,6	-2,2	-2,3	0,0	-227,2	-240,8	13,7	-0,3	-0,3	1,0	-1,9	-29,9	-5,6	-23,6	-9,5
2009 I	-243,2	-8,3	-	-	-229,3	-	-	6,5	-	9,0	-12,1	-	-	-	-6,9
2008 Dic	-206,4	-2,3	-	-	-161,5	-	-	-7,3	-	-	-7,2	-35,3	-	-	-26,1
2009 Ene	-51,2	-2,4	-	-	-52,6	-	-	13,4	-	-	11,3	-9,7	-	-	-3,6
Feb	-104,9	-3,6	-	-	-91,4	-	-	-7,8	-	-	-3,2	-2,2	-	-	-6,3
Mar	-87,1	-2,3	-	-	-85,4	-	-	0,8	-	-	0,9	-0,3	-	-	3,0
Abr	27,7	1,6	-	-	39,6	-	-	-9,9	-	-	-10,2	-3,7	-	-	-7,2
Tasas de crecimiento															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 III	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
IV	0,4	-13,6	-14,0	5,0	-0,9	-1,5	27,0	-6,5	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	7,0	-0,5	-12,0
2009 I	-9,4	-47,4	-	-	-13,5	-	-	4,2	-	-	37,8	-1,1	-	-	-16,8

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total			Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP			Otros sectores		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 III	5.957,5	371,8	371,4	0,3	4.197,0	4.126,6	70,4	52,3	0,0	48,8	3,4	1.336,5	170,0	1.062,0	104,4
IV	5.683,5	481,7	481,5	0,3	3.774,7	3.718,0	56,7	61,3	0,0	57,7	3,6	1.365,8	166,8	1.090,4	108,6
Operaciones															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	184,7	280,0	280,0	0,1	-173,3	-191,3	18,0	9,4	0,0	10,8	-1,4	68,6	6,8	62,8	-1,1
2008 III	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
IV	-246,8	110,6	110,7	-0,1	-403,6	-416,9	13,4	8,9	0,0	8,5	0,4	37,3	-3,4	34,4	6,2
2009 I	-241,3	-81,5	-	-	-118,6	-	-	-1,6	-	-	-	-39,6	-	-	-
2008 Dic	-175,6	11,4	-	-	-173,5	-	-	-0,5	-	-	-	-12,9	-	-	-
2009 Ene	12,1	-59,1	-	-	99,2	-	-	2,1	-	-	-	-30,0	-	-	-
Feb	-157,4	-28,0	-	-	-106,9	-	-	-4,9	-	-	-	-17,6	-	-	-
Mar	-96,1	5,6	-	-	-110,9	-	-	1,3	-	-	-	7,9	-	-	-
Abr	30,9	-28,9	-	-	37,8	-	-	-0,6	-	-	-	22,6	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 III	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
IV	3,4	140,9	141,1	20,8	-4,4	-4,9	26,8	18,2	-4,8	23,3	-28,1	5,3	4,3	6,1	-1,3
2009 I	-6,8	82,5	-	-	-13,6	-	-	16,2	-	-	-	-1,1	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

7. Activos de reserva

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de 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
2007		Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
Inversiones directas	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
En el exterior	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Otro capital	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
En la zona del euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Otro capital	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
Inversiones de cartera	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Acc. y participaciones	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Valores distintos de acciones	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Bulos y obligaciones	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Instrumento mercado monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
Otras inversiones	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Activos	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
AAPP	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Otros sectores	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Pasivos	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
AAPP	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Otros sectores	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
I 2008 a IV 2008		Operaciones acumuladas													
Inversiones directas	251,3	83,4	1,1	3,8	52,7	25,7	0,0	4,1	3,7	4,7	8,7	84,4	31,8	0,0	30,5
En el exterior	351,0	72,6	2,9	20,8	26,9	22,0	0,0	9,8	3,6	6,1	21,5	107,3	41,1	0,0	89,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	234,6	41,5	1,9	8,6	19,3	11,6	0,0	9,3	4,0	4,3	23,1	70,8	29,9	0,0	51,8
Otro capital	116,4	31,0	0,9	12,2	7,6	10,4	0,0	0,6	-0,4	1,8	-1,5	36,5	11,1	0,0	37,2
En la zona del euro	99,7	-10,8	1,8	17,1	-25,9	-3,8	0,0	5,8	-0,1	1,4	12,8	22,9	9,2	0,0	58,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	69,0	-3,8	-0,1	10,9	-16,5	1,9	0,0	3,5	0,2	3,0	4,9	23,3	24,6	0,0	13,3
Otro capital	30,7	-6,9	1,9	6,2	-9,3	-5,7	0,0	2,3	-0,3	-1,6	7,9	-0,4	-15,4	0,0	45,2
Inversiones de cartera: Activos	-14,7	79,9	2,3	-5,7	82,1	0,8	0,5	16,6	0,9	-6,4	-13,1	-54,7	-35,1	-1,8	-0,9
Acc. y participaciones	-113,0	-14,2	0,2	-6,2	-7,5	-0,8	0,1	7,2	0,2	-26,0	-12,8	-36,5	0,7	0,0	-31,6
Valores distintos de acciones	98,2	94,1	2,0	0,5	89,5	1,6	0,5	9,4	0,7	19,6	-0,3	-18,2	-35,8	-1,8	30,7
Bulos y obligaciones	91,1	93,6	-0,3	0,2	93,4	1,1	-0,8	8,9	0,3	-3,3	1,2	8,4	-41,3	-1,1	24,5
Instrumento mercado monetario	7,1	0,6	2,3	0,3	-3,9	0,6	1,3	0,5	0,3	23,0	-1,5	-26,6	5,5	-0,7	6,1
Otras inversiones	-160,5	-303,1	10,7	6,5	-384,1	71,4	-7,6	0,3	14,7	40,9	22,8	-225,8	121,0	24,6	144,1
Activos	24,2	-75,4	-12,5	0,2	-143,4	73,0	7,4	3,6	-3,1	17,8	-6,9	-44,2	27,6	-1,1	105,9
AAPP	-7,0	-5,8	-0,1	0,3	-6,8	-0,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-1,8
IFM	-35,3	-79,2	-12,9	0,3	-142,0	69,4	6,0	3,0	-5,0	19,9	-5,4	-29,9	11,9	-1,8	51,4
Otros sectores	66,4	9,7	0,5	-0,4	5,4	4,1	0,1	0,6	1,9	-2,1	-1,5	-14,3	15,7	0,0	56,4
Pasivos	184,7	227,7	-23,2	-6,3	240,6	1,6	14,9	3,4	-17,8	-23,1	-29,8	181,6	-93,3	-25,7	-38,2
AAPP	9,4	3,8	0,0	-0,1	-1,0	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	5,8	-0,1
IFM	106,7	197,4	-23,8	-8,3	227,6	-2,0	3,9	2,7	-18,5	-23,3	-34,3	186,0	-108,0	-31,4	-63,8
Otros sectores	68,6	26,5	0,6	2,1	14,1	3,6	6,2	0,7	0,7	0,1	4,9	-4,6	14,6	-0,1	25,7

Fuente: BCE

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

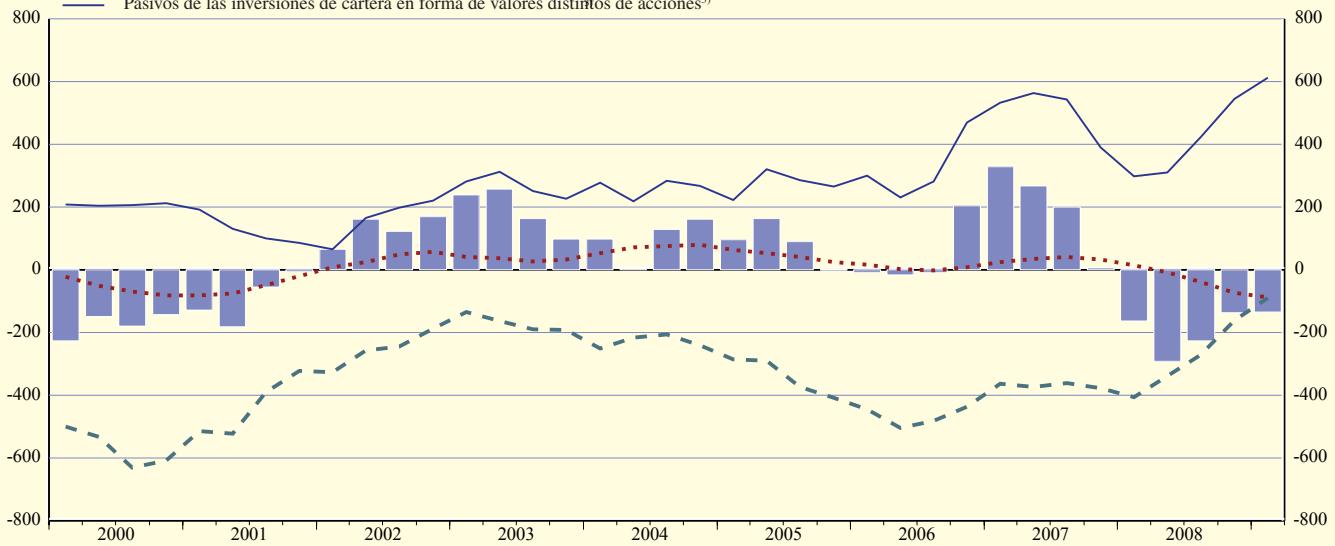
(mm de euros; operaciones)

Cuenta corriente y cuenta de capital	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3	
	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros		Errores y omisiones			
	Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos				Total de las columnas 1 a 10		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	204,9	
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	6,8	
2008	-74,1	-336,5	97,5	34,3	-127,6	545,0	-60,3	78,5	-30,8	-231,9	-105,8	-136,0	
2008 I	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,9	
II	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,1	
III	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	1,9	
IV	-19,0	-44,0	-36,8	117,0	-42,9	150,2	29,7	46,6	9,3	-113,7	96,3	75,0	
2009 I	-22,9	-65,6	28,3	7,1	-50,9	139,1	5,7	-41,2	10,0	-82,7	-73,1	-83,8	
2008 Abr	-5,9	9,0	-28,0	-22,2	-44,7	52,9	-3,0	-8,4	-3,0	-20,2	-73,5	-73,9	
May	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6	
Jun	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,4	
Jul	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,8	
Ago	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,8	
Sep	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	21,6	
Oct	-4,4	-6,7	-2,1	80,0	-60,0	91,9	-18,0	43,9	17,7	-93,0	49,4	42,5	
Nov	-11,8	-30,5	-20,2	12,4	-0,6	69,5	5,3	15,9	-5,8	-6,1	28,0	11,6	
Dic	-2,8	-6,8	-14,5	24,6	17,7	-11,3	42,4	-13,2	-2,6	-14,6	18,9	20,9	
2009 Ene	-19,2	-20,0	10,9	-11,6	-62,8	46,1	-3,8	-27,9	5,8	-32,0	-114,5	-120,7	
Feb	-1,1	-19,3	8,5	14,9	-2,9	54,9	10,0	-22,5	3,6	4,5	50,6	44,6	
Mar	-2,6	-26,3	8,9	3,8	14,8	38,1	-0,5	9,2	0,6	-55,3	-9,3	-7,7	
Abr	-7,2	-48,4	55,3	-6,7	-27,4	29,8	13,6	22,1	6,7	4,4	42,1	32,9	
Operaciones acumuladas de 12 meses													
2009 Abr	-88,5	-303,2	117,5	77,0	-180,0	587,8	30,8	24,5	11,7	-266,3	11,3	-27,2	

C35 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones³⁾



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) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)						Importaciones (c.i.f.)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	7	8	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2007	11,4	8,9	1.507,4	738,9	326,3	401,3	1.282,6	1.491,3	914,0	234,4	323,2	1.021,0	227,5	
2008	3,8	7,4	1.563,0	769,1	333,8	409,7	1.308,0	1.592,9	1.011,3	228,7	327,5	1.023,6	288,1	
2008 II	8,5	11,2	398,3	197,5	84,2	104,8	331,4	405,3	258,9	56,2	82,0	257,9	75,9	
III	5,6	12,5	399,2	198,6	84,2	102,8	331,5	411,4	269,2	58,3	82,3	260,4	85,5	
IV	-4,9	-2,4	367,1	175,9	81,0	95,2	305,6	373,6	228,9	55,9	80,5	242,1	55,2	
2009 I	-21,2	-20,8	311,0	148,5	65,6	85,2	260,5	320,7	182,0	48,9	77,8	214,8	35,5	
2008 Nov	-11,6	-5,3	119,9	57,4	25,9	31,1	99,1	124,0	75,8	19,0	26,7	80,7	17,4	
Dic	-3,6	-5,8	117,6	54,9	27,0	30,6	98,4	118,0	69,7	18,2	26,4	77,7	14,6	
2009 Ene	-24,8	-22,6	103,3	48,3	21,2	28,8	86,0	108,6	62,5	16,1	26,0	72,8	11,8	
Feb	-23,6	-21,6	103,1	49,5	22,4	28,2	85,9	105,7	60,1	16,4	25,7	70,0	11,2	
Mar	-15,4	-18,3	104,6	50,7	22,1	28,3	88,6	106,4	59,4	16,3	26,1	71,9	12,5	
Abr	-26,8	-27,6	103,2				86,6	103,5				67,6		
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2007	8,9	7,3	144,8	141,8	153,2	144,8	142,1	129,3	123,4	143,5	141,9	134,8	107,7	
2008	1,6	-0,4	146,9	142,4	156,3	146,3	143,5	128,1	121,6	141,3	141,1	133,6	106,4	
2008 II	7,1	2,3	150,6	147,2	159,0	150,3	147,0	130,9	123,7	141,7	144,7	137,6	102,4	
III	2,7	1,3	148,6	144,8	157,9	146,1	145,0	127,0	121,2	146,2	141,6	135,3	106,5	
IV	-7,5	-5,6	136,9	128,9	149,5	135,9	131,8	122,1	114,7	133,8	135,0	122,6	106,6	
2009 I	-21,3	-14,8	118,0	112,2	120,3	123,5	112,6	113,7	105,5	116,3	129,6	110,1	99,1	
2008 Nov	-14,1	-8,7	134,0	125,9	143,4	133,3	128,1	120,7	113,0	136,2	133,2	121,6	101,7	
Dic	-5,9	-4,7	131,7	121,5	147,7	131,1	126,5	119,5	112,0	126,9	132,1	117,0	109,7	
2009 Ene	-24,8	-16,8	117,9	109,2	116,5	126,8	111,8	115,8	108,8	115,9	129,7	111,9	102,0	
Feb	-23,6	-15,7	116,8	111,6	123,0	121,1	110,8	112,5	104,6	117,7	128,2	107,9	94,3	
Mar	-15,4	-11,8	119,4	115,9	121,5	122,5	115,2	112,9	103,2	115,4	130,7	110,5	101,1	
Abr														

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾						Precios industriales de importación (c.i.f.)							
	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufac-turera	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufac-turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007	101,9	0,5	2,7	-0,5	0,9	2,6	0,5	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,3	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 III	105,0	2,9	2,5	-0,4	2,3	45,7	2,7	117,6	10,5	1,5	-3,5	2,3	42,8	1,9
IV	102,7	0,8	2,6	1,3	2,8	-15,9	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 I	101,4	-1,1	-1,0	1,4	1,5	-31,8	-1,2	101,4	-8,5	-4,0	-0,3	2,7	-28,1	-2,4
2008 Dic	101,0	-0,9	1,4	1,0	2,1	-34,1	-1,0	102,0	-6,6	-0,8	-1,5	3,0	-24,3	-1,6
2009 Ene	101,5	-0,7	0,0	1,2	1,4	-29,4	-0,8	101,4	-7,8	-2,9	-1,1	2,5	-26,3	-2,1
Feb	101,5	-1,0	-1,1	1,4	1,6	-30,9	-1,1	101,7	-8,4	-4,2	-0,1	2,8	-27,9	-2,4
Mar	101,1	-1,6	-1,9	1,5	1,4	-34,6	-1,7	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-30,0	-2,9
Abr	101,0	-1,9	-2,7	1,8	1,3	-35,7	-1,9							
May	102,2	-1,6		1,6			-1,5							

Fuente: Eurostat.

1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.

2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflactores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflactores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2007	1.507,4	34,1	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	296,1	60,6	34,3	87,6	61,8	137,5
2008	1.563,0	35,0	54,2	221,7	231,4	78,5	86,3	42,8	186,9	308,3	65,7	33,7	100,7	68,3	148,8
2007 IV	384,5	8,6	13,8	58,3	56,1	17,8	20,8	10,9	47,5	76,3	15,9	8,1	22,4	15,7	36,4
2008 I	398,4	8,9	14,0	57,3	59,1	19,9	21,3	12,3	49,7	79,3	17,1	8,8	24,2	16,3	36,0
II	398,3	9,1	14,5	58,4	59,7	20,1	22,1	11,3	47,3	77,7	16,8	8,6	25,0	16,6	36,5
III	399,2	9,1	14,1	56,5	60,3	20,7	21,8	10,8	46,4	76,7	16,0	8,3	26,7	17,9	38,4
IV	367,1	8,0	11,6	49,6	52,3	17,7	21,1	8,4	43,6	74,6	15,7	8,1	24,8	17,5	37,9
2009 I	311,0	7,4	10,0	42,6	44,1	12,8	19,9	7,7	39,4	65,5	15,4	7,0	23,4	12,8	25,6
2008 Nov	119,9	2,5	3,8	16,0	17,5	5,4	7,0	2,7	14,7	24,7	5,3	2,7	8,2	5,3	12,1
Dic	117,6	2,6	3,4	15,3	15,5	5,6	6,9	2,6	14,0	24,8	4,9	2,7	8,1	6,0	13,0
2009 Ene	103,3	2,6	3,3	14,3	14,9	4,2	6,7	2,5	12,9	20,6	4,7	2,4	7,7	4,2	9,4
Feb	103,1	2,3	3,3	13,9	14,3	4,4	6,6	2,5	12,8	22,1	5,1	2,4	7,8	4,4	8,5
Mar	104,6	2,5	3,4	14,3	14,9	4,2	6,5	2,7	13,7	22,8	5,6	2,2	7,8	4,2	7,7
Abr	103,2	..	..	..	..	4,3	6,5	2,7	12,6	23,6	5,6	2,3	7,8	4,2	..
en porcentaje del total de exportaciones															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,7	4,2	2,2	6,5	4,4	9,5
Importaciones (c.i.f.)															
2007	1.491,3	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,3	131,5	455,6	172,6	59,1	113,4	75,2	93,7
2008	1.592,9	30,2	52,4	165,2	185,5	117,7	69,6	32,2	137,0	477,8	184,2	56,8	139,6	81,0	104,7
2007 IV	385,5	7,1	13,3	42,7	44,1	28,6	16,6	8,2	32,5	114,8	43,5	14,8	31,0	20,3	26,3
2008 I	402,6	7,4	13,8	43,8	46,5	29,5	16,8	8,5	34,6	121,2	44,9	14,7	34,8	20,2	25,4
II	405,3	7,7	13,6	42,3	47,3	30,6	17,5	8,5	33,7	120,0	45,3	14,6	36,9	19,9	27,2
III	411,4	7,9	13,4	42,2	47,9	33,4	17,9	8,1	34,9	123,3	47,5	14,0	37,3	21,1	23,9
IV	373,6	7,2	11,6	37,0	43,8	24,1	17,4	7,0	33,7	113,3	46,5	13,5	30,6	19,7	28,2
2009 I	320,7	6,9	9,4	31,6	39,3	17,3	16,7	6,6	33,1	98,9	42,4	11,4	23,9	14,9	22,2
2008 Nov	124,0	2,4	3,8	12,1	15,0	7,9	5,8	2,5	11,2	37,7	15,5	4,5	10,1	6,7	9,0
Dic	118,0	2,4	3,5	11,1	13,2	6,9	5,7	2,1	11,5	36,1	15,1	4,4	9,7	6,3	9,6
2009 Ene	108,6	2,3	3,2	10,8	12,9	6,2	5,6	2,1	10,3	34,1	14,7	4,3	8,1	4,9	8,1
Feb	105,7	2,3	3,1	10,4	12,9	5,2	5,5	2,2	10,9	32,2	13,8	3,6	8,3	4,9	7,8
Mar	106,4	2,3	3,1	10,4	13,6	5,9	5,5	2,3	11,8	32,6	14,0	3,6	7,5	5,0	6,2
Abr	103,5	..	..	..	..	5,6	5,6	2,0	9,3	31,3	13,7	3,4	8,0	4,8	..
en porcentaje del total de importaciones															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,6	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,6	8,7	5,1	6,6
Saldo															
2007	16,1	5,4	3,5	61,3	46,7	-34,3	15,1	9,1	64,3	-159,6	-112,0	-24,8	-25,8	-13,4	43,8
2008	-29,9	4,8	1,8	56,5	45,9	-39,2	16,6	10,6	49,9	-169,5	-118,6	-23,1	-38,9	-12,7	44,1
2007 IV	-1,0	1,5	0,5	15,6	12,0	-10,8	4,3	2,6	15,0	-38,5	-27,6	-6,7	-8,6	-4,6	10,1
2008 I	-4,2	1,5	0,3	13,5	12,6	-9,6	4,5	3,8	15,1	-41,9	-27,7	-5,9	-10,6	-3,9	10,6
II	-7,0	1,4	0,8	16,1	12,4	-10,4	4,5	2,8	13,6	-42,3	-28,5	-6,0	-11,9	-3,3	9,3
III	-12,2	1,2	0,7	14,3	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-46,6	-31,5	-5,8	-10,7	-3,2	14,5
IV	-6,5	0,8	0,0	12,6	8,6	-6,5	3,7	1,4	9,9	-38,7	-30,8	-5,4	-5,7	-2,2	9,8
2009 I	-9,7	0,5	0,6	10,9	4,7	-4,5	3,2	1,1	6,3	-33,4	-27,1	-4,4	-0,5	-2,1	3,4
2008 Nov	-4,1	0,1	0,0	4,0	2,5	-2,5	1,2	0,2	3,6	-13,0	-10,2	-1,8	-2,0	-1,4	3,2
Dic	-0,4	0,2	-0,1	4,2	2,4	-1,3	1,2	0,5	2,5	-11,3	-10,2	-1,7	-1,6	-0,3	3,4
2009 Ene	-5,3	0,3	0,1	3,5	2,0	-2,0	1,1	0,3	2,6	-13,5	-10,0	-1,9	-0,3	-0,7	1,2
Feb	-2,7	0,0	0,2	3,5	1,4	-0,8	1,1	0,3	1,9	-10,0	-8,7	-1,1	-0,4	-0,6	0,7
Mar	-1,8	0,1	0,3	3,8	1,3	-1,7	1,0	0,4	1,9	-9,8	-8,4	-1,4	0,3	-0,8	1,5
Abr	-0,3	..	..	..	..	-1,4	0,9	0,7	3,3	-7,7	-8,1	-1,1	-0,2	-0,6	..

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,9
2007	107,9	109,0	107,8	106,4	104,5	104,4	114,3	107,2
2008	113,0	113,6	110,8	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1
2008 II	116,0	116,7	114,0	114,4	113,6	112,7	122,9	114,1
III	114,1	114,3	111,1	112,5	112,7	110,5	120,8	111,5
IV	109,1	109,6	106,2	107,8	107,4	107,0	116,7	107,7
2009 I	111,9	112,2	107,8	108,5	114,0	109,3	120,1	110,5
II	113,2	113,4	108,3	-	-	-	121,1	111,2
2008 Jun	115,8	116,4	113,4	-	-	-	122,7	113,8
Jul	116,2	116,6	113,3	-	-	-	123,2	113,9
Ago	113,9	114,1	111,0	-	-	-	120,3	111,1
Sep	112,0	112,1	108,9	-	-	-	118,7	109,4
Oct	107,9	108,3	105,2	-	-	-	115,4	106,4
Nov	107,1	107,5	104,2	-	-	-	114,5	105,6
Dic	112,4	112,8	109,2	-	-	-	120,3	110,9
2009 Ene	111,9	112,3	108,1	-	-	-	119,9	110,5
Feb	110,4	110,6	106,3	-	-	-	118,6	109,1
Mar	113,3	113,4	108,8	-	-	-	121,6	111,7
Abr	112,5	112,8	107,8	-	-	-	120,5	110,7
May	113,0	113,3	108,1	-	-	-	120,9	111,0
Jun	114,0	114,2	108,9	-	-	-	122,0	111,9
% variación sobre mes anterior								
2009 Jun	0,9	0,8	0,7	-	-	-	0,9	0,8
% variación sobre el año anterior								
2009 Jun	-1,6	-1,9	-3,9	-	-	-	-0,6	-1,6

C36 Tipos de cambio efectivos

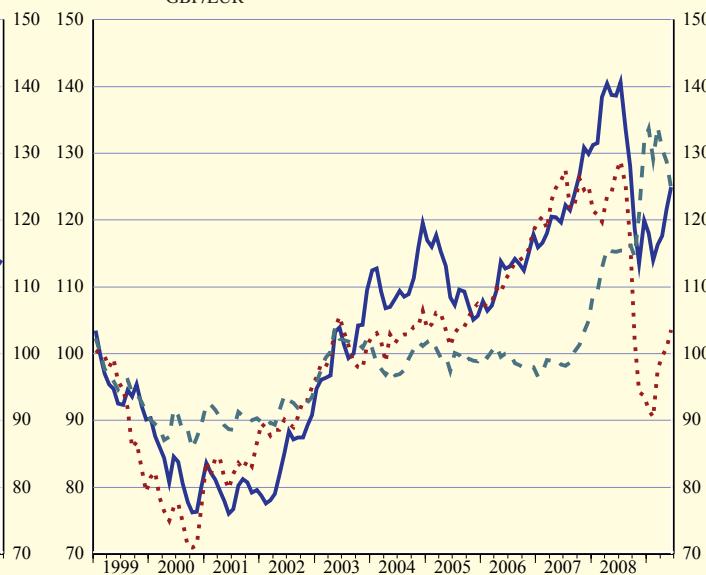
(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

C37 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

	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
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 IV	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2009 I	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
II	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1.747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
2008 Dic	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1.850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
2009 Ene	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
Feb	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1.843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
Mar	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
Abr	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
May	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
Jun	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1.768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
% variación sobre el mes anterior												
2009 Jun	0,0	2,7	-3,1	2,7	2,7	0,2	3,4	2,7	2,1	0,3	1,6	-2,1
% variación sobre el año anterior												
2009 Jun	-0,2	16,0	8,2	-9,9	-18,6	-6,1	10,2	-10,5	-4,3	-0,3	11,9	6,9
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2008 IV	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261		
2009 I	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635		
II	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410		
2008 Dic	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894		
2009 Ene	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233		
Feb	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280		
Mar	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
Abr	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
May	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251		
Jun	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675		
% variación sobre mes anterior												
2009 Jun	-0,7	0,0	-1,1	0,0	-0,5	2,2	0,0	1,0	-0,8	2,0		
% variación sobre el año anterior												
2009 Jun	9,2	0,0	-0,2	0,0	15,7	33,6	0,0	15,3	0,7	12,9		
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ⁴⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11,512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12,528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14,165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 IV	3,0102	9,0155	261,87	64,007	14,469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 I	3,0168	8,9066	-	64,795	15,174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
II	2,8245	9,3107	-	66,398	14,334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
2008 Dic	3,2266	9,2205	290,00	65,146	15,276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107
2009 Ene	3,0596	9,0496	-	64,510	14,802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
Feb	2,9685	8,7406	-	62,885	15,233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
Mar	3,0198	8,9210	-	66,803	15,477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
Abr	2,9197	9,0110	-	66,047	14,552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
May	2,8232	9,3157	-	66,176	14,137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
Jun	2,7391	9,5786	-	66,919	14,315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
% variación sobre el mes anterior												
2009 Jun	-3,0	2,8	-	1,1	1,3	2,6	3,8	-3,1	3,8	0,0	-1,5	1,3
% variación sobre el año anterior												
2009 Jun	8,8	-10,7	-	0,5	-0,9	-2,7	16,3	7,6	-2,7	18,4	-8,7	-7,4

Fuente: BCE.

- 1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

3) Desde el 1 de enero del 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 III	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
IV	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2009 I	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2009 Ene	6,0	1,4	1,7	4,7	9,7	9,5	2,4	3,2	6,8	2,0	3,0
Feb	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
Mar	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
Abr	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
May	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2008 Dic	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
2009 Ene	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
Feb	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
Mar	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
Abr	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
May	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2008 Dic	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
2009 Ene	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
Feb	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
Mar	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
Abr	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
May	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
PIB real											
2007	6,2	6,1	1,6	6,3	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	3,0	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 III	6,8	3,1	-1,7	-3,5	-5,8	2,0	0,3	4,9	9,2	0,2	0,5
IV	3,5	-0,1	-3,7	-9,7	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 I	-3,5	-3,4	-4,3	-15,1	-18,6	-11,8	-5,4	1,9	-6,2	-6,4	-4,9
Cuenta corriente de capital en porcentaje del PIB											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,7
2008	-24,5	-2,2	2,2	-7,7	-11,2	-9,7	-7,6	-4,4	-11,8	7,6	-1,5
2008 III	-14,2	-3,0	4,1	-6,5	-11,0	-8,4	-9,5	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
IV	-28,7	-5,2	2,5	-3,4	-7,0	-2,9	-10,0	-4,9	-8,3	5,5	-1,6
2009 I	-15,3	4,6	-0,9	1,2	4,1	4,7	1,1	3,2	-3,4	7,3	-3,3
Costes laborales unitarios											
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,3	5,2	1,5	.	4,7	1,8
2008	16,2	4,2	6,9	17,5	23,2	10,6	.	5,3	.	2,6	2,6
2008 III	13,0	4,1	7,7	19,6	24,5	12,0	-	5,2	-	2,0	2,3
IV	17,5	7,9	9,1	13,8	18,5	9,3	-	6,9	-	6,0	3,0
2009 I	16,1	4,4	.	9,9	3,6	22,5	-	.	-	8,2	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,3	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,6	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 III	5,3	4,3	3,3	6,4	7,5	6,3	7,9	6,9	5,7	6,0	5,8
IV	5,2	4,5	3,8	7,7	10,4	8,4	8,1	6,9	5,8	6,9	6,3
2009 I	5,6	5,2	4,7	11,1	14,6	13,4	8,9	7,5	.	7,7	7,0
2009 Ene	5,3	4,9	4,4	9,8	13,2	11,5	8,5	7,2	.	7,4	6,8
Feb	5,6	5,2	4,6	11,1	14,6	13,5	8,8	7,5	.	7,7	7,1
Mar	5,9	5,5	5,1	12,4	16,1	15,2	9,3	7,7	.	8,1	7,2
Abr	6,2	5,7	5,5	13,9	17,4	16,8	9,6	7,8	.	8,5	.
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,9	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

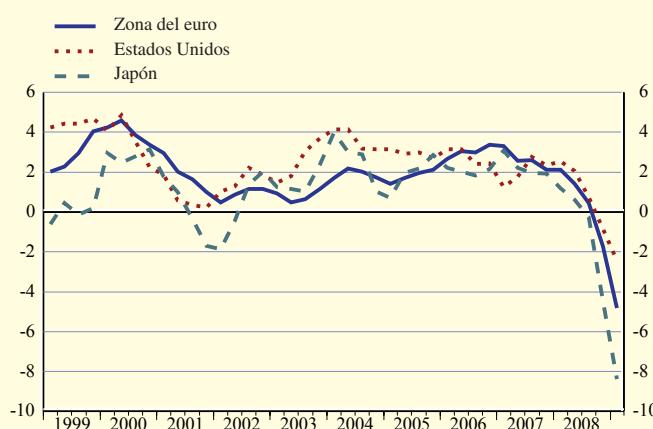
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,6	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	1,1	-3,1	5,8	6,7	2,93	4,39	1,4708	-5,9	56,8
2008 II	4,4	0,2	2,1	-0,9	5,4	6,3	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
III	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,0	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
IV	1,6	1,6	-0,8	-8,7	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 I	0,0	2,2	-2,5	-14,0	8,1	9,6	1,24	3,03	1,3029	-	-
II	-	-	-	-	-	-	0,84	3,63	1,3632	-	-
2009 Feb	0,2	-	-	-13,3	8,1	9,4	1,24	3,20	1,2785	-	-
Mar	-0,4	-	-	-14,7	8,5	9,4	1,27	3,15	1,3050	-	-
Abr	-0,7	-	-	-14,4	8,9	8,5	1,11	3,17	1,3190	-	-
May	-1,3	-	-	-15,2	9,4	9,0	0,82	3,54	1,3650	-	-
Jun	-	-	-	-	-	-	0,62	4,17	1,4016	-	-
Japón											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	-	-
2008 II	1,4	0,6	0,6	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	-	-
III	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	-	-
IV	1,0	4,4	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	-	-
2009 I	-0,1	-	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,24	122,04	-	-
II	-	-	-	-	-	-	0,53	1,41	132,59	-	-
2009 Feb	-0,1	-	-	-38,4	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	-	-
Mar	-0,3	-	-	-34,2	4,8	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
Abr	-0,1	-	-	-30,7	-	2,7	0,57	1,41	130,25	-	-
May	-1,1	-	-	-29,5	-	2,7	0,53	1,38	131,85	-	-
Jun	-	-	-	-	-	-	0,49	1,43	135,39	-	-

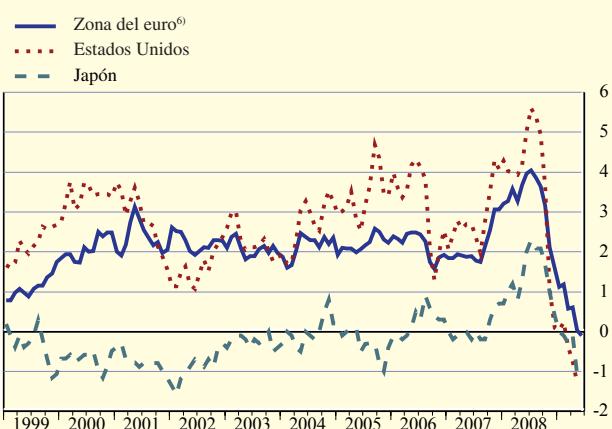
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C39 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del periodo; M3 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	\$12
C2	Contrapartidas	\$12
C3	Componentes de los agregados monetarios	\$13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	\$13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	\$14
C6	Préstamos a hogares	\$14
C7	Préstamos a las AAPP	\$16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	\$16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	\$17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	\$17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	\$18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	\$18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	\$19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	\$20
C15	Activos totales de los fondos de inversión	\$24
C16	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	\$35
C17	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	\$37
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	\$38
C19	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	\$39
C20	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	\$40
C21	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	\$41
C22	Nuevos depósitos a plazo	\$43
C23	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	\$43
C24	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	\$44
C25	Tipos a tres meses del mercado monetario	\$44
C26	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	\$45
C27	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	\$45
C28	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	\$46
C29	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	\$59
C30	Deuda según los criterios Maastricht	\$59
C31	Cuenta corriente	\$60
C32	Bienes	\$61
C33	Servicios	\$61
C34	Inversiones netas directas y de cartera	\$64
C35	Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	\$69
C36	Tipos de cambio efectivos	\$72
C37	Tipos de cambio bilaterales	\$72
C38	Producto interior bruto a precios constantes	\$75
C39	Índices de precios de consumo	\$75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA 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:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se derivan de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora 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:¹¹

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t, es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, 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 ajusta-

dos³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, 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 los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véase 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 del 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas la rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operacio-

nes]. Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nacionales. Si N_t^M representa el flujo (emi-

siones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nacionales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre del 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 distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir 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 nacionales 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 su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u 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.

DEESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nacionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO I DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y ser-

vicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

RELATIVAS A LA 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) y posiciones trimestrales (L) 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.

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de julio de 2009.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos del 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir del 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación 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. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

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 (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado fi-

nanciero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la

partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo del 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre del 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

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 a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

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 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 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector

institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras de la zona del euro» [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares.

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

res 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 y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 (es decir, el Euro-15 más Eslovaquia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y 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 residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. 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 los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión su-

perior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con 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 las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos 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 los 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 emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre 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 que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 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 financie-

ras 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 de la sección 4.4 aparecen 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, 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 dicha zona. Los tipos de interés de 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 por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se veían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están represen-

tados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998 se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. 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 rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de

automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. Desde enero del 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas a corto plazo la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁵. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁶. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper nº 1051, Centre for Economic Policy Research.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 10 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 laborales⁷, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁸. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflactores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísti-

cas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Pùblicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁹, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Pùblicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento nº 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 3605/93 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 Pùblicas. 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 Pùblicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Pùblicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Pùblicas¹⁰. 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 los Reglamentos

(CE) nº 501/2004 y nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹¹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹². En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales 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, el 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 del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfib.org). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

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 superávit de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la

9 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

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.

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 del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extra-territoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la

distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio

en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No

están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel,

Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflactores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflactores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas. Se ha incluido por primera vez en la columna 26 el tipo de cambio de referencia de la rupia india frente al euro. No obstante, se considera que los datos anteriores al 1 de enero de 2009 son tipos de cambio indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹

11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta

1 La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.



a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero.

15 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final del 2009 (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre del 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

6 DE NOVIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

4 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3,25% y el 2,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento del 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta



situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final del 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final del 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 prin-

cipales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO 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.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2008

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2008. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre abril y junio del 2009. Desde enero del 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones sólo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2007», abril 2008.
«Informe Anual 2008», abril 2009.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.
«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.
«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.
«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.
«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.
«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.
«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.
«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.
«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.
«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.
«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.
«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.
«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.
«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.
«La dimensión externa del análisis monetario», agosto 2008.
«El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto 2008.
«Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», octubre 2008.
«Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas e inversores institucionales», octubre 2008.
«Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», noviembre 2008.
«Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.
«Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.

- «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
- «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
- «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
- «Evaluación de las tendencias mundiales de protecciónismo», febrero 2009.
- «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.
- «Revisões de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.
- «Composición funcional del gasto público en la unión europea», abril 2009.
- «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
- «Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
- «Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política», mayo 2009.
- «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.
- «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.
- «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», S. Kerjean, junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Mas-Guix, julio 2008.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 78 «A framework for assessing global imbalances», T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.
- 85 «Benchmarking the Lisbon strategy», D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.

- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia», S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.
- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.
- 94 «The changing role of the exchange rate in a globalised economy», F. di Mauro, R. Rüffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», Grupo de expertos sobre retos relacionados con la estabilidad financiera en los países candidatos del Comité de Relaciones Internacionales, septiembre 2008.
- 96 «The monetary presentation of the euro area balance of payments», L. Bé Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», F. di Mauro y K. Forster, septiembre 2008.
- 98 «Will oil prices decline over the long run?», R. Kaufmann, P. Karadeloglu y F. di Mauro, octubre 2008.
- 99 «The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches», A. M. Agresti, P. Baudino y P. Poloni, noviembre 2008.
- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1041 «An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book», P. Alessandri y M. Drehmann, abril 2009.
- 1042 «The determinants of public deficit volatility», L. Agnello y R. M. Sousa, abril 2009.
- 1043 «Optimal monetary policy in a model of the credit channel», F. De Fiore y O. Tristani, abril 2009.
- 1044 «The forecasting power of international yield curve linkages», M. Modugno y K. Nikolaou, abril 2009.

- 1045 «The term structure of equity premia in an affine arbitrage-free model of bond and stock market dynamics», W. Lemke y T. Werner, abril 2009.
- 1046 «Productivity shocks and real exchange rates: a reappraisal», T. A. Peltonen y M. Sager, abril 2009.
- 1047 «The impact of reference norms on inflation persistence when wages are staggered», M. Knell y A. Stiglbauer, abril 2009.
- 1048 «Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation», G. Fagan y J. Messina, abril 2009.
- 1049 «Labour force participation in the euro area: a cohort-based analysis», A. Balleer, R. Gómez-Salvador y J. Turunen, mayo 2009.
- 1050 «Wealth effects on consumption: evidence from the euro area», R. M. Sousa, mayo 2009.
- 1051 «Are more data always better for factor analysis? Results for the euro area, the six largest euro area countries and the United Kingdom», G. Caggiano, G. Kapetanios y V. Labhard, mayo 2009.
- 1052 «Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis», J. Eisenschmidt, A. Hirsch y T. Linzert, mayo 2009.
- 1053 «Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications», K. Christoffel, J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard y O. Pierrard, mayo 2009.
- 1054 «Fiscal behaviour in the European Union: rules, fiscal decentralisation and government indebtedness», A. Afonso y S. Hauptmeier, mayo 2009.
- 1055 «The impact of extreme weather events on budget balances and implications for fiscal policy», E. M. Lis y C. Nickel, mayo 2009.
- 1056 «The pricing of sub-prime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices», I. Fender y M. Scheicher, mayo 2009.
- 1057 «Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?», F. Skudelny, mayo 2009.
- 1058 «National prices and wage-setting in a currency union», M. Sánchez, mayo 2009.
- 1059 «Forecasting the world economy in the short term», A. Jakaitiene y S. Dées, junio 2009.
- 1060 «What explains global exchange rate movements during the financial crisis?», M. Fratzscher, junio 2009.
- 1061 «The distribution of households' consumption-expenditure budget shares», M. Barigozzi, L. Alessi, M. Capasso y G. Fagiolo, junio 2009.
- 1062 «External shocks and international inflation linkages: a global VAR analysis», A. Galesi y M. J. Lombardi, junio 2009.
- 1063 «Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe», A. Popov y P. Roosenboom, junio 2009.
- 1064 «Does it pay to have the euro? Italy's politics and financial markets under the lira and the euro», M. Fratzscher y L. Stracca, junio 2009.
- 1065 «Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility», M. D. Pariès y S. Moyen, junio 2009.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
- «Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
- «The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).

- «ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).
- «TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Financial integration in Europe», abril 2008.
- «Financial Stability Review», junio 2008.
- «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.
- «The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.
- «CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.
- «New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).
- «28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, octubre 2008 (sólo en Internet).
- «A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008», noviembre 2008.
- «La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosystem», noviembre 2008.
- «The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of 'legally and operationally located in the euro area'», noviembre 2008 (sólo en Internet).
- «Zona Única de Pagos en Euros - Sexto Informe», noviembre 2008 (sólo en Internet).
- «EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans», noviembre 2008 (sólo en Internet).
- «Government finance statistics guide», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Financial Stability Review», diciembre 2008.
- «Covered bonds in the EU financial system», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «The incentive structure of the 'originate and distribute' model», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (sólo en Internet).

«Euro money market study 2008», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Eurosystem oversight policy framework», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (sólo en Internet).

«European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Eurosystem's SEPA expectations», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (sólo en Internet).

«EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (sólo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (sólo en Internet).

«The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

FOLLETOS INFORMATIVOS

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», abril 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», abril 2009.

«Price stability – why is it important for you?», abril 2009.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

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): La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): La deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período.

Deuda pública indexada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (CEPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra pre-determinada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar

índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Un 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.

Operación de financiación a plazo más largo: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: La 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): El 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): La proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad 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): La proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: La remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés 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.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.