



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
SEPTIEMBRE**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

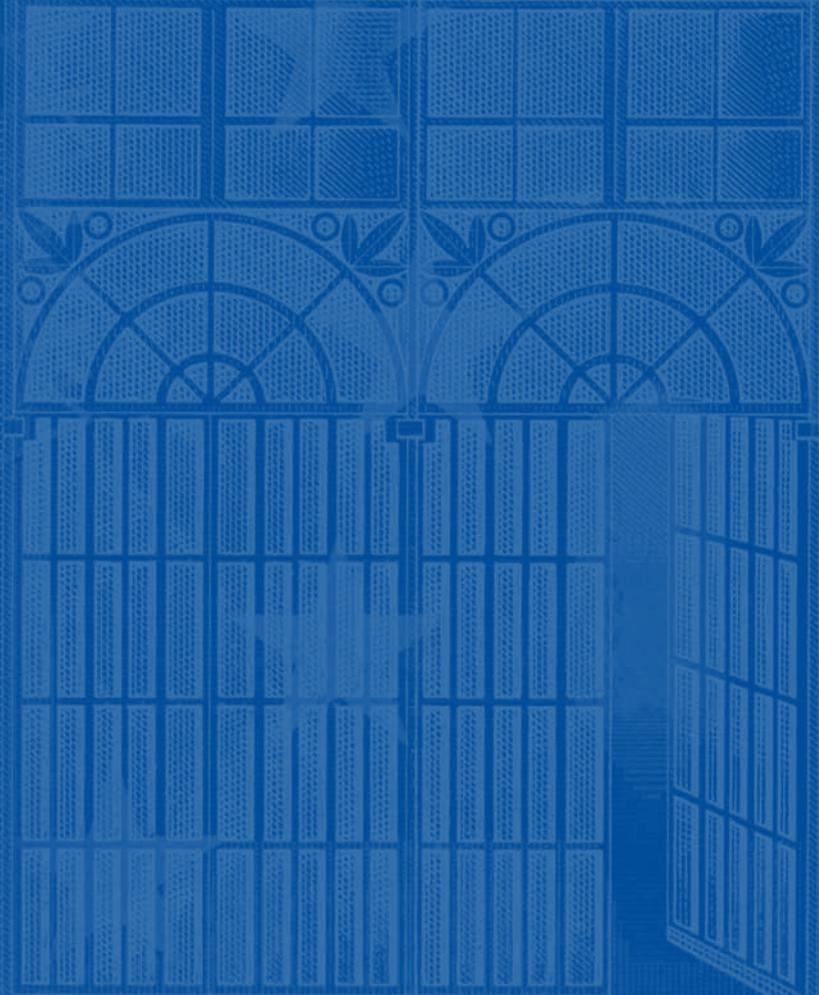
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL SEPTIEMBRE 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, tipográfi-
cas 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
60066 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 permi-
te la reproducción para fines docentes o
sin ánimo de lucro, siempre que se cite
la fuente.*

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 2 de septiembre 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 las finanzas públicas
 Evolución de los tipos de cambio
 y de la balanza de pagos

Recuadros

- | | | |
|----|---|-----------|
| 1 | Los riesgos del proteccionismo | 17 |
| 2 | Evolución reciente de las tenencias de depósitos a corto plazo de los hogares de la zona del euro | 22 |
| 3 | Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de mayo y el 11 de agosto de 2009 | 33 |
| 4 | Nueva evidencia sobre las primas de crédito y de liquidez de algunos rendimientos de la deuda soberana en la zona del euro | 37 |
| 5 | Relación entre la actividad económica y la inflación en la zona del euro | 59 |
| 6 | Evolución reciente de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro y factores que limitan la actividad económica | 73 |
| 7 | Composición del reciente descenso del empleo en la zona del euro | 80 |
| 8 | Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro | 84 |
| 9 | Reglas fiscales e instituciones nacionales como complemento del marco presupuestario de la UE | 91 |
| 10 | La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro | 94 |

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

9 ANEXOS

- | | | |
|----|---|------------|
| 9 | Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema | I |
| 19 | El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) | V |
| 56 | Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2008 | VII |
| 68 | Glosario | XV |
| 88 | | |
| 97 | | |

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

De acuerdo con la práctica de la 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 3 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado, teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del 6 de agosto de 2009. A este respecto, el Consejo de Gobierno decidió asimismo que el tipo aplicable a la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses que se efectuará el 30 de septiembre de 2009 será el aplicable a las operaciones principales de financiación. Esta decisión, que se mantiene para garantizar el apoyo de liquidez al sistema bancario de la zona del euro durante un período amplio con condiciones muy favorables, debería fomentar la concesión de crédito a la economía de la zona del euro y, de este modo, seguir contribuyendo a su recuperación.

Se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue ligeramente negativa en agosto, lo que obedece principalmente a efectos de base derivados del fuerte incremento de los precios de las materias primas registrado en el 2008. Se espera que en los próximos meses la tasa de inflación interanual medida por el IAPC vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos. Asimismo, los datos más recientes respaldan la opinión del Consejo de Gobierno de que existen indicios crecientes de estabilización de la actividad económica en la zona del euro y en otras regiones. Esta evaluación es acorde con la expectativa de que la acusada contracción de la actividad económica ha llegado a su fin y viene ahora seguida de un período de estabilización y de recuperación muy gradual. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan 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 valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado que los agregados monetarios y credi-

ticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo y, de este modo, seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

En lo que se refiere al análisis económico, tras las acusadas tasas negativas de crecimiento observadas a fines del pasado año y en el comienzo de éste, según la primera estimación de Eurostat, la actividad económica de la zona del euro descendió sólo ligeramente en el segundo trimestre del 2009, registrando una contracción del 0,1% en comparación con el trimestre anterior. Los indicadores de las encuestas referidas al tercer trimestre del 2009 respaldan la opinión de que la economía de la zona del euro continúa estabilizándose. A corto plazo, la zona del euro debería seguir beneficiándose de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. También se espera una contribución positiva del ciclo de existencias. Con todo, la incertidumbre sigue siendo elevada y la persistente volatilidad de los nuevos datos reclama una interpretación cautelosa de la información disponible. En conjunto, se espera que el ritmo de la recuperación sea bastante irregular, teniendo en cuenta el carácter temporal de algunos de los factores de estímulo y el proceso de corrección de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Esta evaluación coincide en gran medida con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2009, según las cuales, la tasa media de crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -4,4% y el -3,8% en 2009 y entre el -0,5% y el +0,9% en el 2010. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio del 2009, esta estimación supone una corrección al alza de los intervalos previstos tanto para el 2009 como para el 2010, que refleja principalmente una evolución y unos datos recientes más positivos. Las

previsiones de organismos internacionales están, en general, en consonancia con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre del 2009.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en conjunto, equilibrados. Entre los factores al alza, 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. La confianza también podría mejorar con más rapidez, el empeoramiento de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de los que se espera actualmente y la demanda externa podría ser más fuerte de lo previsto. Respecto a los riesgos a la baja, sigue existiendo la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las tensiones aún existentes en los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado, de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas y una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, la incertidumbre sobre estas perspectivas sigue siendo más elevada de lo habitual.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en agosto en el -0,2 %, frente al -0,7% registrado en julio. Esta evolución es acorde con las expectativas previas, y refleja principalmente efectos de base resultantes de las variaciones que los precios mundiales de las materias primas registraron hace un año. Como consecuencia de estos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual retomarán valores positivos en los próximos meses. 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. En este contexto, es importante reiterar que los indicadores sobre 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.

Esta perspectiva es acorde con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre del 2009 para la inflación de la zona del euro. Según estas proyecciones, la tasa de inflación anual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,2% y el 0,6% en 2009 y entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010, lo que supone una ligera corrección al alza en comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2009, y refleja principalmente una revisión al alza de los precios de la energía. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan, en general, un panorama similar.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a las perspectivas de actividad económica y a un incremento de los precios de las materias primas mayor de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían aumentar más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

En lo que se refiere al análisis monetario, los últimos datos confirman que continúa la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios y crediticios. En julio, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado descendieron nuevamente hasta el 3,0% y el 0,6% respectivamente, alcanzando nuevos mínimos desde 1999. Estos datos apoyan 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 reducidas.

La evolución a corto plazo de M3 y de sus componentes ha mantenido su volatilidad. Las recientes variaciones de los tipos de interés a los que se remuneran los distintos instrumentos incluidos en M3 han seguido determinando en gran medida los acusados desplazamientos de fondos desde, en particular, depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día. La desaceleración del crecimiento interanual de M3 ha continuado junto con una intensificación significativa del crecimiento interanual

de M1, que ascendió en julio hasta el 12,1%. Por otra parte, la relativa inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y el retorno del interés por el riesgo, reflejada particularmente en la subida de las cotizaciones bursátiles de los meses pasados, podrían haber frenado en cierta medida el crecimiento de M3.

El flujo total de préstamos bancarios al sector privado no financiero siguió siendo muy moderado en julio y se han intensificado las diferencias entre los distintos sectores de prestatarios. El flujo de los préstamos a los hogares siguió siendo ligeramente positivo, mientras que el de los concedidos a las sociedades no financieras volvió a ser negativo. El descenso de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sigue reflejando principalmente un alto nivel de amortización neta de préstamos a plazos más cortos, mientras que la obtención y la concesión de préstamos a plazos más largos siguieron siendo positivas. Es probable que el descenso de la producción y de los intercambios comerciales y la actual incertidumbre sobre las perspectivas empresariales hayan reducido la demanda de financiación por parte de las empresas. Dado el desfase normal entre la recuperación de la actividad económica y de la reactivación de los préstamos concedidos a empresas, parece probable que la evolución de los préstamos concedidos a sociedades no financieras siga siendo débil durante los próximos meses. Al mismo tiempo, una mejora gradual de las condiciones financieras, en tanto que la bajada de los tipos de interés de mercado sigue repercutiendo en el descenso de los tipos de los préstamos bancarios, debería respaldar la demanda de crédito en los próximos meses. En un contexto de retos muy exigentes, las entidades de crédito deberían adoptar medidas apropiadas para seguir reforzando sus bases de capital y, cuando resulte necesario, aprovechar plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar al sector financiero, especialmente en lo que se refiere a su recapitalización.

En síntesis, la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 6 de agosto de 2009 confirman la valoración de que el nivel actual de los tipos de interés

sigue siendo apropiado. A este respecto, el Consejo de Gobierno decidió asimismo en su reunión del 3 de septiembre que el tipo aplicable a la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses que se efectuará el 30 de septiembre de 2009 será el aplicable a las operaciones principales de financiación. Se espera que la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. La inflación interanual medida por el IAPC se situó en agosto en valores ligeramente negativos, lo que obedece principalmente a efectos de base derivados del fuerte incremento de los precios de las materias primas registrado en el 2008. Se espera que en los próximos meses la inflación medida por el IAPC vuelva a situarse en niveles moderadamente positivos. Asimismo, los datos más recientes respaldan la opinión del Consejo de Gobierno de que se observan indicios crecientes de estabilización de la actividad económica en la zona del euro y en otras regiones. Esta evaluación es acorde con la expectativa de que la significativa contracción de la actividad económica ha llegado a su fin y viene ahora seguida de un período de estabilización y de recuperación muy gradual. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan 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 reducidas a medio plazo, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las decisiones de política monetaria, se espera que los efectos plenos de las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno se noten en la economía de forma progresiva. Con la adopción de estas medidas, la política monetaria está prestando un soporte continuado a hogares y empresas. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el en-

torno macroeconómico, puedan revertirse las medidas adoptadas en el momento oportuno y se absorba la liquidez proporcionada, a fin de poder contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Con ello, 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. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta a la política fiscal, los últimos datos trimestrales referidos a la zona del euro y a la evolución de los distintos países confirman un empeoramiento sustancial de las posiciones presupuestarias en el 2009, que se estima que se mantendrá en el 2010. Ahora que los Gobiernos están ultimando los presupuestos para el 2010 y los planes presupuestarios a medio plazo, han de plasmar en ellos su compromiso con una rápida recuperación de la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, es esencial adoptar estrategias de salida y saneamiento fiscal ambiciosas y realistas, basadas en medidas estructurales concretas. El proceso de ajuste estructural debería comenzar en cualquier caso, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica y los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. Los esfuerzos de consolidación estructural deberán superar significativamente la referencia del 0,5% del

PIB anual establecida 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. El objetivo de las medidas estructurales debería orientarse hacia el lado del gasto, puesto que en la mayoría de los países de la zona del euro los impuestos y las contribuciones sociales son ya elevados.

En lo que concierne a las políticas estructurales, es probable que el crecimiento potencial de la zona del euro se vea afectado por la crisis financiera, lo que aumenta la necesidad de intensificar los esfuerzos para introducir reformas dirigidas a fomentar el crecimiento sostenible y el empleo en la zona del euro. Ello requiere, en particular, sistemas adecuados para la fijación de los salarios, un grado suficiente de flexibilidad de los mercados de trabajo e incentivos efectivos para trabajar. Al mismo tiempo, se necesitan urgentemente políticas para fomentar la competencia y la innovación, acelerar las reestructuraciones y la inversión y para crear las oportunidades empresariales y las mejoras de productividad necesarias para asegurar una recuperación sostenida. A este respecto, es importante una reestructuración y consolidación apropiadas del sector bancario. El saneamiento de los balances, el control prudente del riesgo y unos modelos de negocio robustos y transparentes son elementos fundamentales para incrementar la solidez financiera de las entidades de crédito y su resistencia a las turbulencias, creando así las condiciones para un crecimiento económico sostenido y para la estabilidad financiera.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial ha dado últimamente cada vez más señales de estabilización, lo cual es coherente con las expectativas de que la notable contracción de la actividad económica haya tocado a su fin. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales han seguido reduciéndose en los últimos meses debido a efectos de base relacionados con los precios de las materias primas y el aumento de la capacidad productiva sin utilizar. Si bien la incertidumbre sigue siendo elevada, se estima en general que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están prácticamente equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

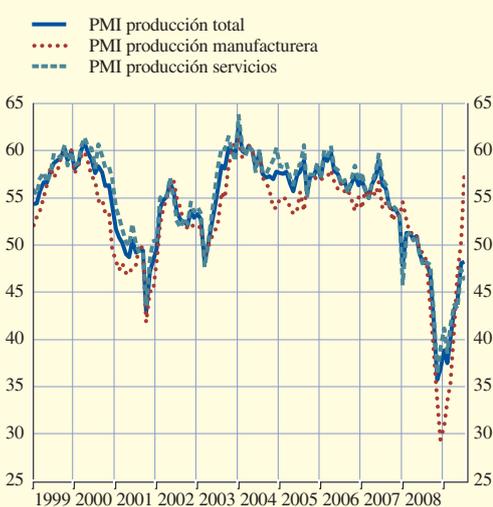
La economía mundial ha dado últimamente cada vez más señales de estabilización, lo cual es coherente con las expectativas de que la notable contracción de la actividad económica haya tocado a su fin, especialmente en los principales mercados emergentes, así como en varias economías industrializadas. Tras una contracción en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, el crecimiento económico mundial se tornó positivo en el segundo trimestre del 2009. Este cambio se ha producido, sobre todo, gracias a que las medidas adoptadas en el ámbito de las políticas monetaria y fiscal se han ido afianzando y también por las mejoras de la confianza de consumidores y empresas. El comercio mundial —tras haber registrado una caída sincronizada y sin precedentes a comienzos del año— también está mostrando algunos indicios de estabilización, aunque a niveles muy bajos. Los datos más recientes sobre comercio exterior indican que las economías emergentes de Asia, en particular, han incrementado sus importaciones provenientes del resto del mundo.

La evidencia basada en los indicadores más recientes apunta a una mayor estabilización de la actividad mundial. El índice mundial de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) ha seguido aumentando en los últimos meses aproximándose al umbral que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 1). El índice de producción PMI del sector manufacturero se situó, en agosto, por encima del umbral de 50 por tercer mes consecutivo, lo que indica una expansión de la producción de dicho sector tras un período de contracción de un año.

Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales han seguido reduciéndose. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por el IPC continuó siendo negativa en julio, situándose en el $-0,6\%$ (véase gráfico 2). Las presiones a la baja sobre los precios reflejan el aumento de la capacidad productiva no utilizada como resultado de la contracción de la actividad económica, pero también importantes efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas. Estos efectos de base, que tienen su origen en las subidas de dichos precios durante el pasado año registraron un máximo en julio y se revertirán en los próximos meses. Los precios del petróleo han seguido repuntando a lo largo del 2009, contrarrestando así, en cierta medida, las presiones inflacionistas a la baja. La importancia de la evolución de los precios de las materias primas para las tendencias actuales de la inflación se refleja también en la tasa de inflación

Gráfico 1 PMI mundial, componente de producción

(índice de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

— Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
 Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)



Fuente: OCDE.

de la OCDE, excluidos la energía y los alimentos, que se redujo mucho menos que la tasa de inflación general en los últimos trimestres y se situó en el 1,6% en el año transcurrido hasta julio del 2009. Las expectativas de inflación siguen ancladas en territorio positivo, de lo que se deduce que las presiones desinflationistas mundiales se consideran, en gran medida, un fenómeno transitorio.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el PIB real ha registrado tasas de crecimiento negativas de forma consecutiva desde el tercer trimestre del 2008. No obstante, el ritmo de desaceleración de la actividad económica se moderó en el segundo trimestre del 2009 y la evidencia reciente apunta a una recuperación. Si bien el PIB real se redujo a una tasa anualizada del 5,4% en el cuarto trimestre del 2008 y del 6,4% en el primer trimestre del 2009, la contracción del 1,0% observada en el segundo trimestre del 2009 fue relativamente moderada

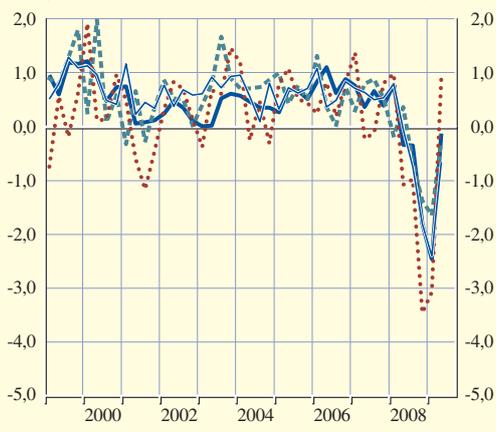
(véase gráfico 3). En el contexto de las restrictivas condiciones de concesión de créditos que todavía imperan y de un deterioro de la situación del mercado laboral, el gasto privado experimentó una nueva contracción, como consecuencia del crecimiento negativo del gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo. Entre los factores que limitaron el descenso de la actividad general, cabe señalar una recuperación del gasto público y una contribución positiva del comercio exterior al crecimiento, ya que las importaciones se redujeron de forma más acusada que las exportaciones. La liquidación de existencias continuó en el segundo trimestre, aunque el lastre para el crecimiento fue menor que en el trimestre anterior.

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas

— Zona del euro - - - Estados Unidos
 Japón — Reino Unido

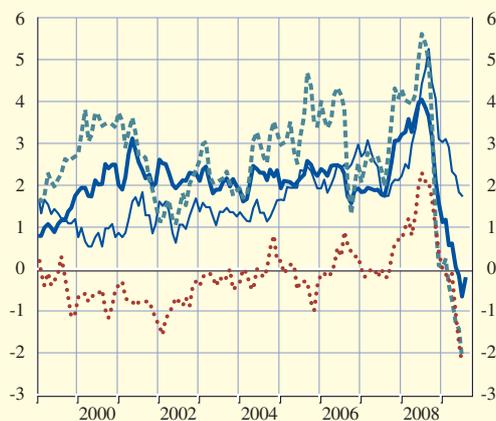
Crecimiento del producto¹⁾

(tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales)



Tasas de inflación²⁾

(precios de consumo; tasas de variación interanual; datos mensuales)



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

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

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

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC cayó al $-2,1\%$ en julio del 2009, desde el $-1,4\%$ de junio. Los descensos de la inflación general tienen su origen, principalmente, en efectos de base derivados de los aumentos de los precios de las materias primas que se registraron el año pasado. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el $1,5\%$ en julio, desde el $1,7\%$ de junio, continuando así su reciente tendencia de moderado descenso.

De cara al futuro, las perspectivas de la economía estadounidense a corto plazo han mejorado ligeramente. La estabilización de la situación del mercado financiero, el efecto del estímulo monetario y fiscal y un giro en el ciclo de existencias podrían conducir a un retorno al crecimiento positivo en el segundo semestre del 2009. No obstante, la persistente debilidad de los fundamentos económicos sugiere que la recuperación puede seguir siendo lenta. El deterioro de la situación del mercado laboral y la necesidad de que los hogares reconstruyan sus ahorros y liquiden la deuda acumulada en los años anteriores probablemente presionarán a la baja sobre el consumo. Si bien la actividad en el sector de la construcción residencial parece estar comenzando a repuntar, el abundante exceso de oferta de viviendas en el mercado sugiere que las perspectivas seguirán siendo sombrías en el corto plazo. Además, es probable que continúe la desaceleración de la inversión en construcción comercial, un sector en el que la evolución suele ir a la zaga con respecto a la inversión residencial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, los efectos de base relacionados con los precios de las materias primas se revertirán gradualmente en los próximos meses. A medio plazo, el fuerte repunte de los precios del petróleo desde el comienzo del año podría contrarrestar las presiones a la baja sobre la inflación general derivadas de la atonía económica.

La idea de que la caída de la actividad económica está tocando fondo la corroboran los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, en sus siglas en inglés) de la Reserva Federal, que en el comunicado hecho público el 12 de agosto de 2009 señalan que la actividad económica se está estabilizando. En su reunión, el Comité decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al $0,25\%$ el objetivo establecido para el tipo de interés oficial. Además, la Reserva Federal anunció recientemente la ampliación de algunas de sus facilidades de préstamo para estimular el flujo de crédito al sector privado y decidió ralentizar las compras de valores del Tesoro, a fin de fomentar una transición fluida en los mercados.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica comenzó a recuperarse en el segundo trimestre del 2009, tras cuatro trimestres sucesivos de crecimiento negativo. Según la primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno de Japón, el PIB real aumentó un $0,9\%$ en tasa intertrimestral en el segundo trimestre del 2009. Este aumento refleja el crecimiento positivo de las exportaciones (un $6,3\%$ en tasa intertrimestral), del consumo privado (un $0,8\%$) y de la inversión pública (un $8,1\%$); en el caso del consumo privado y la inversión pública, los incrementos tienen su origen, principalmente, en el estímulo fiscal. Por el contrario, la inversión privada, tanto residencial como no residencial experimentaron sendas contracciones del $9,5\%$ y del $4,3\%$, respectivamente, en tasa intertrimestral. También se revisaron sensiblemente las cifras del PIB correspondientes al primer trimestre del 2009: el crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó al alza en $0,7$ puntos porcentuales, hasta el $-3,1\%$.

La inflación medida por los precios de consumo se ha reducido en los últimos meses: la inflación general, medida por el IPC, cayó en julio hasta el $-2,2\%$ en tasa interanual, frente al $-1,8\%$ registrado en junio, como resultado del aumento de la brecha de producción y de efectos de base relacionados con los precios de la energía. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos,

siguió siendo negativa y se situó en un $-0,9\%$, en julio. La inflación interanual subyacente, medida por el IPC, es decir, excluidos los alimentos frescos, se redujo hasta el $-2,2\%$ en julio.

De cara al futuro, se espera que las perspectivas económicas de Japón mejoren gradualmente, como consecuencia, en parte, del impacto de las medidas de estímulo y de la mejora de las perspectivas del comercio exterior. En su reunión más reciente, celebrada el 11 de agosto, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al $0,1\%$, el objetivo fijado para los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se ha contraído en los últimos trimestres, pero se ha moderado el ritmo de la desaceleración. El PIB real experimentó un descenso generalizado del $2,4\%$, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre, se redujo a un ritmo más lento ($0,7\%$ en tasa intertrimestral), como consecuencia de la contribución menos negativa de la demanda interna y de la acumulación de existencias. De cara al futuro, se prevé una nueva contracción del PIB real en el corto plazo, aunque a un ritmo moderado, en la medida en que la caída del empleo y de la riqueza inmobiliaria y financiera, y las restrictivas condiciones de concesión de créditos seguirán afectando, probablemente, al gasto en consumo. Los datos procedentes de las encuestas recientes apuntan a una posible estabilización de la actividad hacia finales del 2009.

Tras un ligero incremento a comienzos del 2009, la inflación interanual medida por el IAPC se redujo de nuevo, situándose en el $1,8\%$ en julio, y se prevé que se mantenga por debajo del objetivo del 2% en el corto plazo. Los precios de la vivienda han bajado desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007. No obstante, la presión a la baja sobre el mercado de la vivienda se ha atenuado en los últimos meses. Concretamente, han aumentado las aprobaciones de hipotecas y los precios de la vivienda han subido ligeramente en tasa intermensual. Desde marzo del 2009, el Comité de Política Monetaria ha mantenido el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el $0,5\%$. Además, el Banco de Inglaterra ha incrementado en dos etapas (el 7 de mayo y el 6 de agosto) la magnitud del programa de compras de activos en un total de 100 mm de libras esterlinas, hasta 175 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, el PIB real se ha contraído en los últimos trimestres. Sin embargo, el ritmo de la contracción parece haberse moderado en el segundo trimestre. En Suecia, el PIB real se mantuvo estable en el segundo trimestre del 2009, en comparación con el trimestre anterior (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), tras haberse contraído un $0,9\%$, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. En Dinamarca, el producto se redujo un $1,1\%$ en el primer trimestre del 2009, en un contexto de debilidad de la demanda exterior, condiciones de financiación más restrictivas y descenso del consumo privado. De cara al futuro, los indicadores de corto plazo apuntan a una moderación del ritmo de caída también en Dinamarca. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido hasta niveles relativamente bajos en ambos países. En julio, se situaba en el $1,8\%$ en Suecia y en el $0,7\%$ en Dinamarca. El 13 y el 27 de agosto de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió recortar su principal tipo de interés oficial, en 10 puntos básicos cada vez, hasta el $1,35\%$. El 2 de julio de 2009, el Sveriges Riksbank adoptó una medida similar reduciendo su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el $0,25\%$.

Los Estados miembros más grandes de la UE de Europa central y oriental, con la excepción de Polonia, experimentaron un notable descenso del PIB real en el primer trimestre del 2009. En tasas intertrimes-

trales, el PIB real se contrajo un 2,5% en Hungría, un 3,4% en la República Checa y un 4,6% en Rumanía en el primer trimestre del 2009. La actividad económica resistió mejor en Polonia, con una expansión del PIB del 0,3% en tasa intertrimestral, debido al hecho de que el consumo privado siguió registrando un sólido crecimiento en comparación con otros países de la región. En el segundo trimestre, las cifras de crecimiento mejoraron en todos los países. El PIB real se contrajo a un ritmo más lento en Hungría y Rumanía (2,1% y 1,2%, respectivamente) en el segundo trimestre. La mayoría de los indicadores de corto plazo (como los de producción industrial y los indicadores de confianza) apuntan a una nueva moderación de la tasa de reducción de la actividad económica en ambos países, aunque la tasa de crecimiento del crédito ha seguido cayendo de forma sostenida, incluso en los últimos meses. En la República Checa, el crecimiento del PIB real se tornó positivo en el segundo trimestre, registrándose una expansión de la economía del 0,3%, en tasa intertrimestral, según las estimaciones provisionales. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB real aumentó ligeramente en Polonia, hasta el 0,5%. En julio del 2009, las tasas de inflación interanual, medidas por el IAPC, se redujeron hasta el -0,1% en la República Checa y hasta el 5,0% en Rumanía. En el mismo mes la inflación repuntó de nuevo en Polonia y Hungría, situándose en el 4,5% y el 4,9%, respectivamente, como consecuencia del impacto retardado de las anteriores depreciaciones del tipo de cambio y, en Hungría, del aumento del IVA en julio. El 24 de junio de 2009, el Narodowy Bank Polski decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 3,5%. El 27 de julio de 2009, el Magyar Nemzeti Bank redujo su principal tipo de interés en 100 puntos básicos, hasta el 8,5% y, el 24 de agosto, decidió recortarlo en otros 50 puntos básicos, hasta el 8,0%. El 5 de agosto de 2009, la Banca Națională a României, también decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 8,5%.

Entre todos los países de la UE, los países bálticos son los que han experimentado la caída más acusada de la actividad económica en los últimos meses. Estos países acumularon grandes desequilibrios internos y externos en los últimos años. La corrección de los desequilibrios externos se ha conseguido, hasta ahora, mediante una contracción de la absorción interna. En los últimos trimestres, un fuerte incremento de la tasa de paro, hasta niveles cercanos al 15%, contribuyó al descenso del consumo. Aunque, en el segundo trimestre del 2009, el PIB real aún se contrajo a un ritmo similar al del primero (en tasa intertrimestral) en Lituania, los indicadores recientes de corto plazo sobre actividad y confianza también han mejorado en los países bálticos. Por el contrario, en Bulgaria —país que, hasta ahora, se había visto menos afectado por la crisis que otras economías más pequeñas de Europa central y oriental— algunos indicadores de corto plazo (como las ventas al por menor o la confianza industrial) todavía han seguido deteriorándose en los últimos meses.

En Rusia, la actividad económica experimentó una nueva contracción en el segundo trimestre del 2009, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre. Según las estimaciones provisionales oficiales, el PIB real se redujo en ese período un 0,5% en tasa intertrimestral desestacionalizada, situándose el producto un 10,9% por debajo del nivel registrado un año antes. Una política fiscal expansiva, el aumento de los precios de las materias primas y la estabilización de la demanda externa podrían contribuir en mayor medida a una gradual recuperación de la actividad económica en el segundo semestre del 2009. Pese a la existencia de una gran brecha de producción negativa, la inflación ha seguido siendo elevada (12,0% en tasa interanual en julio). A medida que desaparezca el impacto retardado de la transmisión de la anterior devaluación del rublo ruso, se prevé que las presiones inflacionarias se atenuarán ligeramente a lo largo de este año.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

En las economías emergentes de Asia, la actividad económica comenzó a recuperarse en el segundo trimestre del 2009 y, en la mayoría de los países las variaciones intertrimestrales del PIB se tornaron

positivas. Las importantes medidas de estímulo fiscal y las políticas monetarias expansivas respaldaron la inversión en la región. Además, los recortes impositivos, las subvenciones públicas, los bajos tipos de interés y las tasas de inflación muy bajas o incluso negativas tuvieron un impacto positivo en la renta real disponible y en el consumo privado en muchas economías. En la mayoría de los países, salvo en China, otro factor que favoreció el repunte fue el comercio exterior, especialmente el comercio intrarregional, que comenzó a repuntar tras una fuerte caída en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009. No obstante, el nivel de los intercambios se mantiene todavía claramente por debajo de los observados antes de la recesión económica.

En China, el crecimiento interanual del PIB se elevó hasta el 7,9% en el segundo trimestre del 2009, frente al 6,1% del primer trimestre. La rápida aplicación de las medidas fiscales estimuló el crecimiento de la inversión en capital fijo, que, en el primer semestre del 2009, contribuyó 6,2 puntos porcentuales a un crecimiento medio del PIB del 7,1%. La contribución del consumo —3,8 puntos porcentuales— sólo fue ligeramente inferior a la del 2008. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta se tornó negativa, arrastrada por las importaciones que, en términos reales, ya han retrocedido hasta niveles próximos a los del verano del 2008. El principal factor determinante del crecimiento de las importaciones fue un incremento de las importaciones de materias primas asociado al rápido aumento de la inversión pública. Por su parte, las exportaciones, aunque se recuperaron, crecieron a un ritmo mucho más lento. Últimamente, la evolución de la inversión privada también ha mostrado señales positivas, debido principalmente a las perspectivas más favorables del sector inmobiliario. La política monetaria ha seguido siendo acomodaticia. El saldo de los créditos bancarios había aumentado un 30%, en tasa interanual, a finales de julio, debido, en gran medida, al hecho de que una gran proporción de la inversión pública se está financiando con préstamos bancarios y no con cargo al presupuesto central. La inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa, situándose dichos precios en julio un 1,8% por debajo del nivel de hace un año.

En Corea, el PIB real se contrajo a una tasa interanual del 2,5% en el segundo trimestre del 2009, tras registrar una caída del 4,2% en el trimestre anterior. Esta evolución se debió principalmente al estímulo fiscal, que tuvo un impacto positivo tanto en la inversión en construcción como en el gasto en bienes de consumo duradero como los automóviles. La inflación medida por el IPC se moderó aún más, situándose en el 1,6% en julio, la tasa más baja observada desde mayo del 2005. En India, la actividad económica también ha comenzado a recuperarse. La tasa de crecimiento interanual del PIB se elevó hasta el 6,1% en el segundo trimestre del 2009, en comparación con el 5,8% del primer trimestre. La inflación medida por los precios al por mayor, la principal medida de la inflación que utiliza el Banco de Reserva de India, se ha reducido rápidamente y se ha tornado negativa desde junio del 2009. A mediados de agosto se situaba en el -1,5% en tasa interanual.

En algunas economías emergentes de Asia, el repunte ha tenido su origen, principalmente, en las medidas de estímulo fiscal. Si bien se prevé que los efectos directos de las medidas de política fiscal sobre el crecimiento del PIB se atenúen a medio plazo, la política fiscal, junto con la política monetaria y la favorable evolución de los mercados inmobiliarios, ha contribuido al aumento de la confianza en el sector privado, lo que podría haber creado las condiciones necesarias para un mayor crecimiento autosostenido en el futuro.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha mostrado señales incipientes de recuperación en muchos países, aunque México sigue sufriendo una recesión muy profunda, agravada por el impacto de la gripe porcina. También en esta región, la inflación ha comenzado a reducirse gradualmente. En México, el

PIB real se contrajo un 10,3% en el segundo trimestre del 2009, en comparación con un año antes, tras la caída del 8% experimentada en el primer trimestre del 2009. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta un promedio del 5,7% en el segundo trimestre del 2009, desde el 6,2% registrado en el primer trimestre. En Argentina, según los indicadores mensuales disponibles, la producción industrial se contrajo a una tasa media interanual del 0,8% en el segundo trimestre, tras reducirse un 2,3% en el primer trimestre. Al mismo tiempo, se moderaron las presiones inflacionistas, situándose la inflación interanual medida por el IPC en un 5,5%, en promedio, en el segundo trimestre, frente al 6,6% del trimestre anterior. En Brasil, los indicadores de alta frecuencia sugieren que la actividad económica se recuperó ligeramente en el segundo trimestre; la producción industrial, por ejemplo, experimentó una contracción de alrededor del 12% en tasa interanual, tras reducirse casi un 15% en el primer trimestre del 2009.

Las tasas de inflación más bajas han permitido a algunos bancos centrales de la región aplicar una política monetaria menos restrictiva. Se espera que todo ello, unido a los positivos efectos sobre la riqueza asociados a los buenos resultados de los mercados bursátiles, estimule la confianza en la región. Además, a los exportadores de materias primas les han beneficiado la subida de los precios y el aumento de la demanda de China.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

En los tres últimos meses, los precios del petróleo aumentaron hasta unos 70 dólares estadounidenses el barril. Los precios del Brent se situaban en 70,3 dólares el 2 de septiembre, es decir un 78% por encima del nivel observado a principios del 2009 (en euros, la subida fue de alrededor del 74%). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 77 dólares estadounidenses.

Tras una fuerte corrección a mediados de julio, los precios del petróleo reanudaron la tendencia alcista observada desde principios del año (gráfico 4). El renovado optimismo que dominó los mercados se apoyó, en cierta medida, en la mejora de las perspectivas económicas de Asia, lo que impulsó también a la Agencia Internacional de la Energía a revisar al alza sus proyecciones de demanda de crudo para el 2009 y el 2010. Si bien el aumento de la demanda esperada en el futuro ha tenido un efecto positivo sobre los precios al contado, las existencias siguieron siendo abundantes y la demanda actual de petróleo continuó disminuyendo, aunque a un ritmo más lento.

Los precios de algunas materias primas no energéticas también aumentaron en los últimos meses. En términos agregados, el índice de precios de dichas materias (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de agosto, aproximadamente un 20% por encima del nivel registrado a

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

comienzos del año. Los precios de los metales se incrementaron respaldados por una mejora de las perspectivas macroeconómicas y las expectativas de una reposición de las existencias no sólo en China, sino también en los países de la OCDE en el segundo semestre del año. Por el contrario, los precios de las materias primas alimenticias bajaron ligeramente en términos agregados, habida cuenta de las perspectivas más favorables respecto a la oferta, en particular en lo que se refiere al trigo y al maíz. Los precios del azúcar fueron la excepción, ya que registraron fuertes subidas en un contexto de preocupación por la evolución de las cosechas en India.

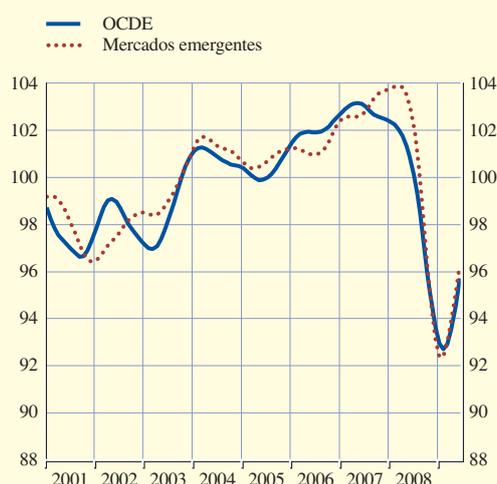
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores sugieren, cada vez más, que la economía mundial está dando señales de estabilización, tras la espectacular caída de la actividad económica registrada en torno a principios del año. En junio, el indicador sintético adelantado para el grupo de países que integran la OCDE mejoró por cuarto mes consecutivo, lo cual es indicativo de una mejora tangible de la actividad económica (véase gráfico 5). A pesar de esas mejoras, el indicador se sitúa 5 puntos por debajo del nivel observado en junio del 2008. Asimismo, en las economías emergentes, los indicadores sintéticos adelantados han seguido aumentando en los últimos meses. Esta mejora de las perspectivas de la economía mundial también se observa claramente en el Índice de Clima Económico Mundial del Ifo, que aumentó por segunda vez consecutiva en el tercer trimestre del 2009. El aumento fue resultado de una mejora de las expectativas para los próximos seis meses y de una evaluación más favorable de la actual situación económica.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, se estima, en general, que los riesgos para la actividad mundial están prácticamente equilibrados. Por una parte, las medidas de política adoptadas en todo el mundo podrían restablecer la confianza y dar lugar a una recuperación mundial más sostenida. Por otra parte, si con esas medidas no se logra alcanzar un equilibrio apropiado entre estímulo económico y sostenibilidad a más largo plazo, la situación de los mercados financieros podría volver a tornarse desfavorable. Además, podrían intensificarse las presiones proteccionistas (véase el recuadro 1, titulado «Los riesgos del proteccionismo») y producirse una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una nueva corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 5 Indicador sintético adelantado de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

Recuadro I

LOS RIESGOS DEL PROTECCIONISMO

Desde la intensificación de la crisis financiera mundial en septiembre del 2008, la acusada contracción del comercio internacional ha sido un factor clave en la propagación de la recesión económica allende las fronteras, convirtiéndola así en un fenómeno auténticamente mundial¹. Al mismo tiempo, se han intensificado en todo el mundo las presiones proteccionistas, como se ha evidenciado en las declaraciones sobre política económica y las encuestas de opinión, así como en la evolución reciente de las negociaciones comerciales multilaterales, regionales y bilaterales². Por su parte, también se ha comenzado a observar evidencia anecdótica de discriminación contra los proveedores extranjeros de bienes y servicios. Considerando todo lo anterior, se analizan, a continuación, las características recientes del proteccionismo y las repercusiones negativas sobre la competitividad, la actividad económica y el bienestar.

Calibrar el pleno alcance de las recientes iniciativas proteccionistas no resulta nada fácil. Los datos pertinentes se publican con un retraso considerable y muchos tipos de barreras no arancelarias o formas complejas de protección resultan muy difíciles de identificar y cuantificar. Con frecuencia, las estadísticas sobre el uso de protección contingente, incluidas las medidas de salvaguardia y los derechos *antidumping* y compensatorios, se utilizan como un indicador adelantado de proteccionismo en el comercio. No obstante, según la Organización Mundial del Comercio, la evidencia empírica sobre protección contingente presenta lagunas significativas, lo que hace complicado encontrar tendencias generales a partir de esos datos³.

Por consiguiente, la evaluación de tendencias proteccionistas ha de apoyarse, necesariamente, en evidencia indirecta. El análisis econométrico de la Organización Mundial del Comercio sugiere que la frecuencia con que se aplican las medidas *antidumping*, los derechos compensatorios y las salvaguardias parece guardar relación con el ciclo económico y que existe cierta evidencia estadística de un incremento, a escala mundial, de las medidas *antidumping* durante las recesiones macroeconómicas. *Global Trade Alert*, una iniciativa de seguimiento coordinada por el CEPR, ha identificado 87 nuevas medidas —propuestas o aplicadas desde noviembre del 2008 por 52 países— que discriminan a las contrapartes comerciales extranjeras. Durante el mismo período, según señala *Global Trade Alert*, sólo se han aplicado tres medidas que estimulen el comercio internacional.

Entre las medidas proteccionistas anunciadas o aplicadas recientemente, sólo unas pocas tenían por objeto elevar los aranceles. Hasta ahora, estas actuaciones no parecen haber provocado medidas de represalia a gran escala. Al parecer, la compleja red de acuerdos comerciales multilaterales, regionales y bilaterales existentes podría haberlo evitado. De hecho, la mayoría de los incrementos en los aranceles los han realizado países que están menos integrados en el sistema de comercio internacional. Además, el predominio actual de las cadenas de producción internacionales podría haber reducido la demanda, por parte de las empresas, de protección en forma de aumentos de los aranceles y medidas cuantitativas, dado que entrañarían el riesgo de distorsionar el funcionamiento de sus redes de producción internacionales⁴.

1 Véanse el recuadro 1 del Boletín Mensual de marzo del 2009, titulado «La reciente y acusada contracción del comercio mundial vista desde una perspectiva histórica» y el recuadro 10 del Boletín Mensual de junio del 2009, titulado «Contracción del comercio de la zona del euro».

2 Véase, una panorámica en el artículo del Boletín Mensual de febrero del 2009, titulado «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo».

3 Organización Mundial del Comercio (2009), «Informe sobre el comercio mundial 2009: Compromisos de política comercial y medidas de contingencia».

4 Véase Baldwin, R. y S. Evenett (2009), «The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20» en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3199>.

Las tendencias proteccionistas más notorias se han observado en relación con los masivos planes estatales de estímulo y de rescate, así como con las subvenciones, que, de forma recurrente, incluyen disposiciones que favorecen, de hecho, a las contrapartes nacionales en detrimento de los exportadores, los inversores y los trabajadores extranjeros. Gamberoni y Newfarmer (2009) indican que, poco después del compromiso suscrito por los líderes del G-20 el 15 de noviembre de 2008 de abstenerse de alzar nuevas barreras a la inversión o al comercio de bienes y servicios, de imponer nuevas restricciones a las exportaciones o de adoptar medidas de estímulo de las exportaciones incompatibles con las obligaciones asumidas en el contexto de la Organización Mundial del Comercio, 17 de esos 20 países han anunciado, de hecho, medidas proteccionistas⁵. Por consiguiente, según informa *Global Trade Alert*, desde noviembre del 2008 se han adoptado 67 nuevas restricciones al margen de los aranceles y las cuotas.

Las consecuencias de un aumento del proteccionismo pueden ser graves. En primer lugar, dicho aumento genera una amplia gama de distorsiones en los mercados, que entrañan costes sustanciales a medio y largo plazo, especialmente para los países que aplican las medidas. Las subvenciones a las industrias nacionales —incluidas las ayudas estatales directas, las garantías y los rescates financieros— deprimen artificialmente los costes de las empresas locales, mientras que los aranceles o las medidas *antidumping* y compensatorias incrementan artificialmente el coste de los bienes y servicios importados. Las simulaciones basadas en el modelo utilizado por Ottaviano, Taglioni y di Mauro (2009)⁶, indican que esas medidas sólo salvaguardan la capacidad productiva interna en el corto plazo, pero impiden una eficiente reasignación de los recursos, lo que conlleva costes a más largo plazo en términos de eficiencia de producción y competitividad internacional. El marco mencionado indica además, que el proteccionismo reduce el bienestar en la medida en que la variedad de productos en el mercado interno es menor y refuerza el poder de mercado de las empresas a expensas de los consumidores. Las simulaciones del impacto de un aumento del proteccionismo sobre la competitividad indican que a todos los países les perjudicarían estas iniciativas, pero que las pérdidas esperadas serían mayores para los países que implantaran las medidas, especialmente si se trata de economías relativamente pequeñas, abiertas o especializadas en sectores expuestos a una fuerte competencia internacional. Además, una simulación diferente basada en la versión multipaís del Nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM)⁷ indica que, si los países aplicaran medidas proteccionistas sistemáticamente, el impacto sobre el bienestar a escala mundial y sobre el proceso de recuperación sería considerable. Un incremento unilateral de los aranceles de importación de cinco puntos porcentuales en una economía grande podría reducir el crecimiento del PIB mundial hasta un punto porcentual durante cuatro años, y el efecto adverso se amplificaría si todos los países impusieran al mismo tiempo restricciones arancelarias.

En conclusión, no debe descartarse el riesgo de que, tras la crisis financiera, resurja el proteccionismo. Una recuperación mundial lenta, sumada al aumento del desempleo, podría, cada vez más, tentar temporalmente a los gobiernos a adoptar medidas de política comercial restrictivas, que podrían dar lugar, como represalia, a una espiral de restricciones y tensiones comerciales incluso más agresivas. Una reaparición del proteccionismo comercial no sólo obstaculizaría significativamente el proceso de recuperación mundial frenando aún más los intercambios comerciales y la demanda mundial, sino que además reduciría el potencial de crecimiento mundial a largo plazo. Habida cuenta de las perturbadoras consecuencias que tendrían para la economía mundial, es necesario evitar cualquier tendencia proteccionista.

5 Véase Gamberoni, E. y R. Newfarmer (2009), «Trade Protection: Incipient but Worrying Trends», 2 de marzo de 2009 en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3183>.

6 Véase Ottaviano, G., D. Taglioni y F. di Mauro (2009), «The Euro and the Competitiveness of European firms», *Economic Policy*, enero del 2009, Vol. 57, pp. 5-53.

7 Véase Jacquot y Straub (2008), «Globalisation and the Euro Area: Simulation Based Analysis Using the New Area-Wide Model», documento de trabajo n.º 907 del BCE.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios del segundo trimestre y de julio del 2009 confirman que continuó el descenso de las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado. Esta evolución paralela apunta a una desaceleración del crecimiento monetario subyacente y a bajas presiones inflacionistas a medio plazo. La disminución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado siguió estando impulsada, principalmente, por la caída del crédito a las sociedades no financieras, mientras que la reducción de los flujos de préstamos a hogares mostró algunos signos de estabilización. Los flujos de préstamos al sector privado no financiero continuaron siendo moderados y reflejaron, en gran medida, el bajo nivel de actividad económica y la persistente incertidumbre en torno las perspectivas económicas y del mercado de la vivienda. El ajuste a la baja de las principales tenencias de activos de las IFM se detuvo hacia finales del segundo trimestre, antes de reanudarse en julio, y volvió a materializarse, fundamentalmente, mediante la reducción de los activos exteriores.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

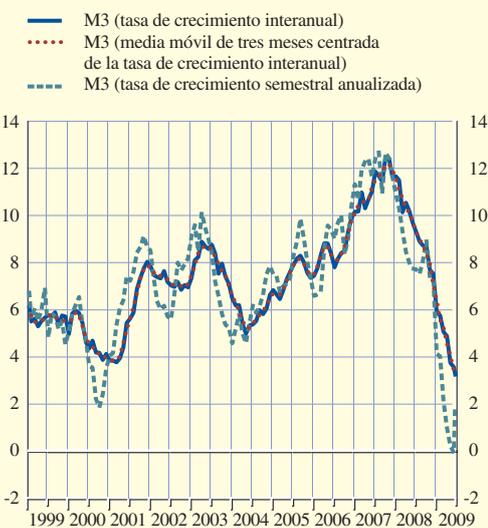
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 volvió a reducirse en julio del 2009 y se situó en el 3%, frente al 4,3% y el 6% del segundo y primer trimestres del 2009, respectivamente (véase gráfico 6). La evolución a corto plazo —medida, por ejemplo, por las tasas de crecimiento de tres y de seis meses anualizadas— continuó caracterizándose por cierta volatilidad. Sin embargo, si se considera más allá de esta volatilidad, los últimos datos no apuntan a que vuelva a producirse una fuerte desaceleración de M3.

La desaceleración de la expansión monetaria observada en el segundo trimestre y en julio responde a la evolución heterogénea de los componentes de M3. En concreto, la rápida disminución de la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años con respecto a los depósitos a la vista ha reducido el coste de oportunidad de mantener activos monetarios líquidos y ha sido el principal factor que ha favorecido el continuo fortalecimiento del crecimiento de M1. Al mismo tiempo, la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos en comparación con principios de año ha aumentado el incentivo para desplazar inversiones desde M3 hacia activos menos líquidos a más largo plazo.

En el análisis por sectores, la disminución del crecimiento interanual de M3 obedece, principalmente, a la menor acumulación de depósitos por parte de los hogares y de los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Al mismo tiempo, las sociedades no financieras volvieron a acumular activos monetarios (tras reducir sus tenencias en los dos primeros meses del año). Este incremento de las reservas de liquidez está en consonancia con cierta mejora de las expectativas de crecimiento de la producción.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó teniendo su origen, principalmente, en la menor contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y de los instrumentos negociables (M3-M2), mientras que la aportación de M1 siguió aumentando.

La tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 8% en el segundo trimestre del 2009, desde el 5,3% del trimestre anterior (véase cuadro 1), y volvió a incrementarse significativamente hasta situarse en el 12,2% en julio. La elevada tasa de crecimiento interanual de M1 es consecuencia del sólido dinamismo de sus dos componentes. La tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo en niveles elevados, del 12,5%, en julio, tras haber alcanzado el 13,2% y el 13,6% en el segundo y primer trimestres, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista volvió a aumentar hasta situarse en el 6,9% en el segundo trimestre, frente al 3,6% del trimestre anterior, y ascendió de nuevo en julio, hasta el 12,1%.

Las importantes entradas de depósitos a la vista en el segundo trimestre y en julio están en consonancia con la actual configuración de los tipos de interés, caracterizada por nuevos descensos de los tipos del mercado monetario, que han reducido a niveles especialmente bajos el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, cuya remuneración es relativamente baja en comparación con otros activos monetarios. Cuando coinciden unos costes de oportunidad reducidos con una incertidumbre financiera considerable, pueden utilizarse los depósitos a la vista para aparcar fondos temporalmente cuando se transfieren entre otras categorías de activos. Si se disipara la incertidumbre, el escaso rendimiento de los activos monetarios podría propiciar una reasignación de carteras más duradera hacia activos de mayor rentabilidad.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuó disminuyendo hasta situarse en el -2,6% en julio, frente al 3% y al 9,3% del segundo y pri-

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 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jun	2009 Jul
M1	45,9	0,7	2,7	5,3	8,0	9,4	12,2
Efectivo en circulación	7,8	7,5	12,4	13,6	13,2	12,8	12,5
Depósitos a la vista	38,2	-0,6	0,8	3,6	6,9	8,6	12,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,8	19,1	15,8	9,3	3,0	0,4	-2,6
Depósitos a plazo hasta dos años	22,6	37,6	29,0	12,9	-0,8	-6,1	-12,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,2	-1,7	-0,5	4,5	8,6	10,4	12,3
M2	86,8	9,2	8,9	7,2	5,5	4,9	4,7
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,2	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-4,0	-7,0
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,6	3,0
Crédito a residentes en la zona del euro		9,1	7,4	5,9	4,3	4,2	3,3
Crédito a las Administraciones Públicas		0,6	1,7	5,6	8,4	10,7	10,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,1	2,9	2,3	1,5	2,4	2,4
Crédito al sector privado		10,9	8,6	6,0	3,5	2,9	1,8
Préstamos al sector privado		9,1	7,4	4,6	2,2	1,5	0,6
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		10,1	8,5	6,1	3,6	2,7	1,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,3	1,2	1,8	2,7	3,0	3,2

Fuente: BCE.

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

mer trimestres, respectivamente. Esta evolución es reflejo del significativo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años, que cayó hasta el -12,1% en julio, desde el -0,8% y el 12,9% del segundo y primer trimestres, respectivamente (véase gráfico 7). En cambio, los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) crecieron a una tasa interanual del 12,3% en julio, desde el 8,6% y el 4,5% de los dos trimestres anteriores. Los datos sobre tipos de interés disponibles hasta junio muestran que la remuneración de los depósitos a plazo hasta dos años siguió disminuyendo en el segundo trimestre, mientras que los diferenciales con respecto a los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo volvieron a estrecharse. Esta situación generó desplazamientos desde los depósitos a plazo hasta dos años hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro. Por tanto, parece que esta evolución está invirtiendo el patrón observado durante las primeras fases de la crisis financiera en 2007-2008, cuando las entidades de crédito ofrecieron de forma generalizada condiciones atractivas para los depósitos a plazo, con el fin de expandir su financiación mediante depósitos, ya que la financiación de mercado se encontraba bajo presión.

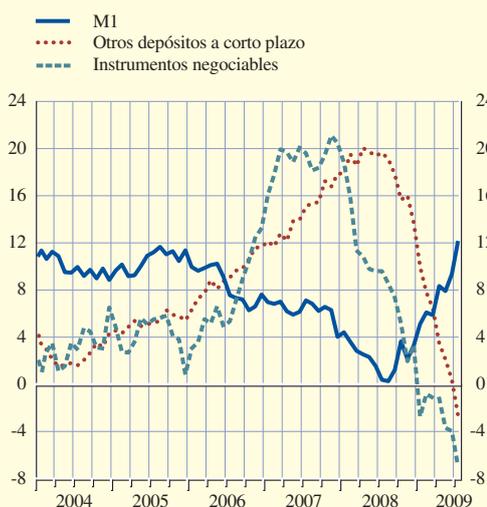
La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables incluidos en M3 disminuyó hasta el -7% en julio, desde el -2,5% del segundo trimestre y el -0,8% del primer trimestre, como consecuencia, especialmente, de los acusados descensos observados en la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones hasta dos años y de la moderada tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales. Los sectores tenedores de dinero de la zona del euro redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo tras la intensificación de las turbulencias, mientras que las emisiones netas de estos instrumentos (es decir, emisiones netas de amortizaciones) también fueron negativas. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario, el subcomponente más importante de los instrumentos negociables, también cayó ligeramente en el segundo trimestre, aunque se registraron entradas en julio.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluye los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de datos oficiales por sectores, cayó hasta el 5% en el segundo trimestre, desde el 7% del trimestre anterior. Esta disminución continuó en julio, cuando la tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,6%, frente al 4,4% registrado en junio.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de los hogares, que representan la mayor contribución a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, disminuyó hasta el 7,1% en el segundo trimestre, desde el 8,6% del trimestre anterior, y volvió a descender hasta el 5,7% en julio,

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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



Fuente: BCE.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS TENENCIAS DE DEPÓSITOS A CORTO PLAZO DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

La inversión de los hogares en depósitos bancarios a corto plazo incluidos en M3 se ha mantenido, en conjunto, bastante estable desde la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008. Esta estabilidad general oculta varios factores compensatorios, como el crecimiento más lento de la renta disponible frente a la ratio más alta de ahorro, o el fuerte aumento de la pendiente de la curva de rendimientos (que fomenta la inversión en instrumentos financieros a más largo plazo no incluidos en M3) frente a la persistencia de una elevada incertidumbre financiera (que denota una preferencia general por los activos líquidos). Más que estimar la medida en que estos factores se compensan, en el presente recuadro se toma como punto de partida la estabilidad general de las inversiones de los hogares en depósitos incluidos en M3 y se analiza la medida en que los desplazamientos de fondos dentro de las tenencias de depósitos de M3 de los hogares pueden explicarse por variaciones de los tipos de interés de las distintas categorías de depósitos a corto plazo¹. Ello permite determinar el impacto de la política monetaria sobre la evolución monetaria a través de variaciones de los distintos rendimientos.

El gráfico A muestra los flujos mensuales de distintas categorías de depósitos bancarios a corto plazo de los hogares, concretamente los depósitos a la vista, los depósitos a corto plazo (depósitos a plazo hasta dos años) y los depósitos de ahorro a corto plazo (depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses). Entre enero del 2005 y comienzos del 2006, la inversión de los hogares en depósitos de M3

1 Para un análisis más exhaustivo de la inversión financiera de los hogares, véanse el recuadro 2, titulado «Recientes desplazamientos entre distintas categorías de activos financieros de los hogares», en el Boletín Mensual de junio del 2008, y el recuadro 4, titulado «Cuentas integradas de la zona del euro en el primer trimestre del 2009», en el Boletín Mensual de agosto del 2009.

Gráfico A Tenencias de depósitos a corto plazo de los hogares

(mm de euros; flujos mensuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

consistió principalmente en flujos hacia depósitos a la vista, lo que concordaba con el diferencial relativamente estrecho existente entre los tipos de interés de los depósitos a la vista y los de las otras dos categorías de depósitos a corto plazo (véase gráfico B) e implicaba que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista era relativamente bajo.

Entre comienzos del 2006 y finales del 2008, las inversiones de los hogares en depósitos de M3 se concentraron más en los depósitos a corto plazo que en los depósitos a la vista. En efecto, algunos meses se observaron incluso flujos de salida desde los depósitos a la vista, reflejo de la ampliación del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista registrada durante la fase de contracción del ciclo de intereses. Al mismo tiempo se produjeron también algunos flujos de salida desde los depósitos de ahorro a corto plazo, reflejo del aumento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos de ahorro, en consonancia con el patrón observado durante el período de contracción de los tipos de interés de los años 1999 y 2000². El diferencial entre los tipos de interés de los depósitos de ahorro a corto plazo y los de los depósitos a la vista no registró variaciones durante este período, lo que apunta a desplazamientos generales de fondos hacia los depósitos a plazo.

A partir de finales del 2008, período en el que los tipos de interés a corto plazo bajaron, las inversiones de los hogares en depósitos de M3 volvieron a los depósitos a la vista. Estos flujos fueron reflejo, en gran medida, del acusado estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista, que alcanzó un nivel que no se observaba desde el 2005. Además del ajuste deliberado de carteras, en línea con las modificaciones de la remuneración, este estrechamiento podría ser también reflejo de una mayor pasividad. Ello se produciría, por ejemplo, si unos depósitos a corto plazo concertados durante el período de tipos de interés elevados y crecientes se convirtieran automáticamente en depósitos a la vista a su vencimiento y se mantuvieran así, dado que el diferencial respecto a los depósitos a la vista ha disminuido mientras tanto de forma significativa. A este respecto, el proceso de determinación de precios de las entidades de crédito, además de reflejar los tipos de mercado, podría también verse afectado por cambios en las condiciones de financiación de los bancos, como una menor necesidad (antes perentoria) de captar depósitos ofreciendo tipos de interés atractivos, cuando empezaron a adoptarse medidas de ayuda oficial en octubre del 2008.

Desde finales del 2008, también se han producido flujos hacia los depósitos de ahorro a corto plazo, en línea con el pronunciado estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos

Gráfico B Rentabilidad relativa de los depósitos a corto plazo de los hogares

(porcentaje anual; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los depósitos a corto plazo comprenden los depósitos a plazo hasta dos años. Los depósitos de ahorro a corto plazo comprenden los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

2 Véase, por ejemplo, el gráfico 6 del Boletín Mensual de septiembre del 2002.

a corto plazo y los de los depósitos de ahorro, y con el ligero aumento temporal del diferencial entre los depósitos de ahorro a corto plazo y los de los depósitos a la vista. No obstante, los flujos hacia los depósitos de ahorro a corto plazo observados en los últimos nueve meses (es decir, desde finales del 2008) han sido mayores que los registrados en el 2005, durante el periodo en que los diferenciales de remuneración se situaron en niveles comparables. Ello podría reflejar el hecho de que, ante la considerable incertidumbre económica vivida a finales del 2008, cuando muchos países ampliaron sus fondos de garantía de depósitos, la característica de instrumentos de «ahorro» de estos depósitos prevaleció sobre la remuneración propiamente dicha en las decisiones de los hogares. Sin embargo, también podría reflejar el hecho de que el diferencial entre el EURIBOR a tres meses (que puede considerarse como una aproximación de la remuneración de los instrumentos negociables) y los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y de ahorro a corto plazo se ha tornado marcadamente negativo desde enero del 2009. De ahí la posibilidad de que todas las categorías de depósitos a corto plazo se beneficien de desplazamientos desde los instrumentos negociables en estas circunstancias.

En resumen, parece que la composición de las tenencias de depósitos a corto plazo de los hogares incluidos en M3 se ha visto afectada de forma significativa por cambios en los niveles relativos de remuneración de las distintas categorías de depósitos a corto plazo en los últimos periodos de endurecimiento y relajación de los tipos de interés. Sin embargo, cabe destacar que los flujos generales de depósitos a corto plazo reflejan también cambios en la rentabilidad efectiva y esperada con respecto a la de los depósitos a largo plazo y de otros activos no monetarios, que no se han tomado en consideración en el presente recuadro.

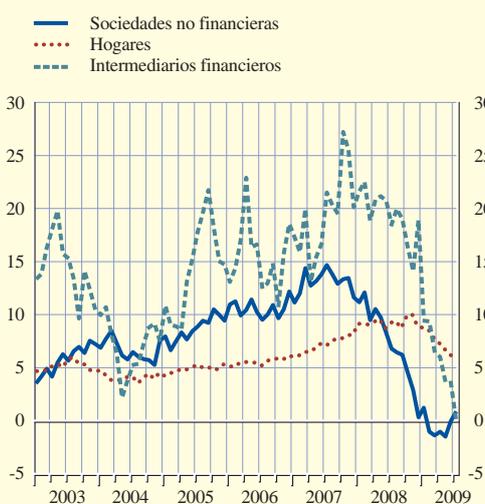
desde el 6,4% de junio (véase gráfico 8). Para obtener más información, véase el recuadro anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 que obran en poder de las sociedades no financieras continuó descendiendo en el primer semestre del año, situándose en el -1,1% en el segundo trimestre, frente al -0,1% del trimestre anterior, aunque retornó a niveles positivos, del 0,9%, en julio. Sin embargo, si se consideran los flujos mensuales, las sociedades no financieras ya habían reanudado la acumulación de tenencias de M3 en la primavera del año en curso, una evolución que puede estar asociada a la restitución de las reservas de liquidez en un contexto de cierta mejora de las expectativas de crecimiento de la producción.

Otra evolución sectorial notable se observó en los depósitos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios, cuya tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 4,9% en el segundo trimestre, desde el 10,4% del trimestre anterior, antes de seguir cayendo significativamente hasta situarse en el -0,1% en julio. Esta moderación obedeció, en particular, al continuo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de OIF. La evolución registrada está en consonancia con el elevado

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

(tasas de variación interanual, sin ajustar de efectos estacionales o de calendario)



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

coste de oportunidad de mantener activos monetarios y la consiguiente necesidad de los intermediarios financieros no monetarios de desplazar sus carteras hacia categorías de activos de mayor rentabilidad en el contexto de una curva de rendimientos con una pendiente relativamente acusada. Además, el menor crecimiento de las tenencias de depósitos de M3 por parte de OIF podría ser consecuencia de la reducción de las operaciones de titulización observada desde comienzos de año, ya que las titulizaciones pueden tener como contrapartida, en el pasivo del balance de las IFM, ajustes paralelos de los depósitos de OIF.

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 continuó disminuyendo, en función de las medias intertrimestrales, en el segundo trimestre del 2009, hasta situarse en el 4,3%, frente al 5,9% del trimestre anterior, antes de descender nuevamente hasta el 3,3% en julio (véase cuadro 1). Esta evolución obedeció a la significativa caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado, que se vio compensada, sólo en parte, por un notable aumento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

La tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se incrementó significativamente en el segundo trimestre, hasta situarse en el 8,4%, frente al 5,6% del trimestre anterior, y volvió a aumentar en julio, colocándose en el 10,9%. Estas subidas obedecen, principalmente, a las considerables entradas observadas nuevamente en las tenencias de valores de deuda pública por parte del sector de las IFM, en consonancia con las regularidades históricas a lo largo de los ciclos de tipos de interés anteriores. Por tanto, en los últimos meses, las entidades de crédito han estado absorbiendo un volumen considerable del aumento de la oferta de este tipo de valores. En cambio, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó disminuyendo en el segundo trimestre, hasta el 3,5%, desde el 6% del primer trimestre, antes de volver a reducirse y situarse en el 1,8% en julio. Este descenso es consecuencia de la caída de las tasas de crecimiento interanual de todos sus subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado por parte de las IFM disminuyó nuevamente, desde el 31,1% en el primer trimestre, hasta el 26% en el segundo trimestre y el 20,5% en julio. Esta reducción reflejó la moderación de los flujos mensuales, especialmente entre mayo y julio, y puede explicarse por el reciente debilitamiento de las operaciones de titulización retenidas.

La tasa de crecimiento interanual de las tenencias de acciones y otras participaciones por parte de las IFM se mantuvo en niveles negativos y cayó nuevamente hasta situarse en el -8,4% en julio, frente al -8,2% y al -6,1% del segundo y primer trimestres, respectivamente. Es probable que el continuo descenso de las tenencias de estos instrumentos por parte de las IFM esté relacionado con la limitada tolerancia al riesgo de las entidades de crédito, dado que las IFM siguen saneando sus balances. Además, puede que las IFM hayan aprovechado también las oportunidades de venta percibidas, tras las recientes mejoras de los mercados bursátiles, en un contexto en el que se mantiene una considerable incertidumbre en torno a las perspectivas económicas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) disminuyó significativamente, hasta el 2,2% en el segundo trimestre, desde el 4,6% del trimestre anterior, antes de volver a descender y situarse en el 0,6% en julio (véase cuadro 1). Dado que las operaciones de titulización real (o fuera de balance) fueron más moderadas en el segundo trimestre y en julio, fue menor la distorsión a la baja de los citados préstamos causada por impacto de aquéllos que fueron dados de baja del balance. Sin embargo, sigue habiendo una diferencia de 1,2 puntos porcentuales entre la tasa de crecimiento interanual ajustada y la no ajustada.

La continua desaceleración observada en el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado fue visible en todos los sectores prestatarios. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a OIF disminuyó significativamente en el segundo trimestre, hasta el 1,1%, frente al 7,6% del trimestre anterior, antes de seguir descendiendo hasta situarse en el -0,2% en julio. Sin embargo, los préstamos a OIF suelen caracterizarse por cierta volatilidad y pueden reflejar cambios repentinos en las actividades de inversión y financiación en respuesta a variaciones en las condiciones de los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras cayó significativamente, hasta el 4,7%, en el segundo trimestre, desde el 8,2% del trimestre precedente, antes de disminuir nuevamente y situarse en el 1,6% en julio. Si se analiza la evolución a más corto plazo, la tasa de crecimiento de tres meses anualizada experimentó un descenso incluso más acusado, colocándose en torno al -5,2% en julio, frente al -3,4% de junio y el 0,8% de marzo. Desde febrero se han registrado salidas mensuales, principalmente para los vencimientos a plazos más cortos (es decir, hasta un año). Esta reducción podría obedecer a la menor necesidad de las empresas de fondos a corto plazo asociada al ciclo de existencias. También puede deberse a desplazamientos del endeudamiento a corto plazo hacia préstamos a largo plazo, con el fin de garantizar la financiación a más largo plazo y asegurar niveles reducidos de tipos de interés, así como a la sustitución de los préstamos bancarios por emisiones de valores. De hecho, las sociedades no financieras continúan obteniendo préstamos a largo plazo, aunque la tasa de crecimiento interanual de dichos préstamos ha caído (hasta el 5,5% en julio, frente al 6,8% del segundo trimestre y el 8,9% del trimestre anterior). Sin embargo, esta evolución oculta entradas medias trimestrales en el segundo trimestre así como entradas mensuales particularmente importantes en julio.

Desde mayo del 2009, el flujo mensual de préstamos a hogares ha sido positivo, lo que indica que la disminución previa de la actividad crediticia se ha detenido en un nivel moderado. A este respecto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares fue nula en julio, manteniéndose sin variación con respecto al segundo trimestre y experimentando una reducción con respecto al 0,9% registrado el trimestre anterior (para un análisis más detallado de la evolución de los préstamos por sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7). De acuerdo con las regularidades históricas, la actual estabilización del crecimiento de los préstamos a hogares está en consonancia con una nueva contracción de los préstamos a empresas, que suelen ir a la zaga de la evolución del ciclo económico¹.

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) se elevó hasta el 3,2% en julio, desde el 2,7% del segundo trimestre y el 1,8% del primer trimestre, continuando así la tendencia al alza observada desde el comienzo del año (véase gráfico 9). Este incremento fue reflejo, en particular, del crecimiento más fuerte de los depósitos a más largo plazo (depósitos a más de dos años y depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses). El aumento de las tenencias de estos depósitos es coherente con el atractivo que ofrecen en comparación con los depósitos a más corto plazo, dada la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos observada desde principios de año. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años disminuyó en el segundo trimestre y en julio, aunque se han registrado flujos mensuales positivos desde mayo del 2009.

Aunque volvieron a registrarse entradas en capital y reservas en el segundo trimestre, en julio se observaron salidas. No obstante, la tasa de crecimiento interanual se situó en el 10,1% en julio, frente al 9,9% del segundo trimestre.

¹ Véase el recuadro 6 titulado «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2007.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró entradas interanuales moderadas, por importe de 17,9 mm de euros, tras salidas significativas interanuales de 183,7 mm de euros en el trimestre anterior. Esta evolución reflejó las continuas entradas mensuales (que fueron especialmente considerables en abril y mayo) y se debió a que los pasivos exteriores disminuyeron en mayor medida que los activos exteriores. En el activo, estos resultados se derivaron de las continuas salidas registradas en los préstamos a no residentes en la zona del euro, mientras que en el pasivo, siguieron observándose salidas en los depósitos de no residentes en las IFM. En julio, las entradas interanuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta 156,2 mm de euros (véase gráfico 10).

Parece que el ajuste a la baja de las principales tenencias de activos de las IFM continuó en el segundo trimestre y en julio, a pesar del aumento temporal que experimentaron en junio. El proceso de desapalancamiento siguió estando impulsado, fundamentalmente, por la reducción de los activos exteriores, los activos frente a otras IFM y, en menor medida, los préstamos al sector privado.

VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Si se considera la evolución de las brechas monetarias nominal y real, la acumulación de liquidez monetaria en la zona del euro disminuyó en el segundo trimestre del 2009 (véanse gráficos 11 y 12). Estas medidas de la situación de liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una valoración de tenencias de dinero de equilibrio, que siempre es incierta y especialmente en estos momentos. Ciertamente, las diferencias entre las distintas medidas de la brecha monetaria pueden tomarse como una indicación de la considerable incertidumbre existente en torno a la situación de liquidez en la zona del euro en la coyuntura actual. No obstante estas matizaciones, en general, la evidencia apunta a una clara acumulación de liquidez monetaria en los últimos años, aunque con una tendencia a la baja tras los máximos observados a finales del año pasado.

Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

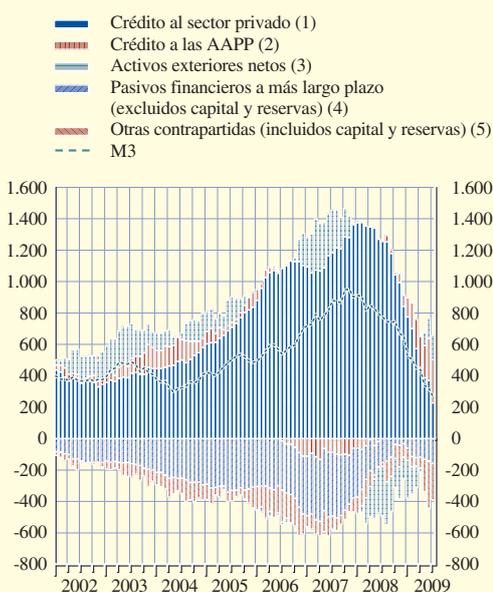
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

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

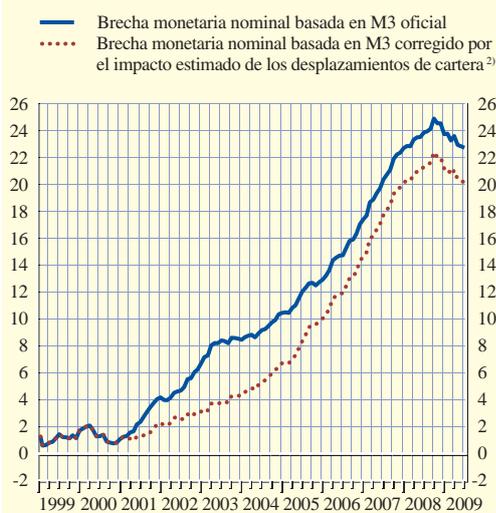


Fuente: BCE.

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

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



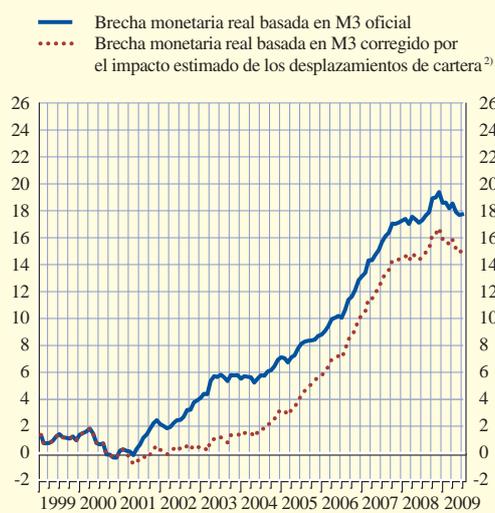
Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre del 2004.

En resumen, los datos más recientes confirman la continua desaceleración del crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado registrada en los últimos trimestres. La ralentización implícita del crecimiento monetario subyacente respalda la valoración de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas. La evolución de M3 a corto plazo se ha caracterizado por una volatilidad moderada, pero indica que la contracción del crecimiento monetario observada en el primer trimestre del 2009 no continuó en el segundo trimestre ni en julio.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó en el primer trimestre del 2009, a pesar de que la inversión financiera por parte del sector de Administraciones Públicas volvió a incrementarse considerablemente. Los flujos interanuales de inversión en fondos de renta fija y de renta variable continuaron siendo negativos en el primer trimestre, aunque se observaron algunos signos de mejora de la confianza de los inversores. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones descendió en el primer trimestre, como consecuencia de la menor inversión de los hogares en reservas técnicas de seguro.

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre del 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó hasta el 3,4%, desde el 3,7% del trimestre precedente, lo cual implica que se reanudó el descenso de dicha tasa observado desde mediados del 2007 hasta el tercer trimestre del 2008 (véase cuadro 2).

La caída de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera observada en el primer trimestre obedece a la menor contribución de la inversión en valores distintos de acciones y la inversión en reservas técnicas de seguro y, en gran medida, de la inversión en «otros» instrumentos financieros (que incluye instrumentos como los derivados y el crédito comercial). La aportación del efectivo y depósitos, de las acciones y otras participaciones, y de las participaciones en fondos de inversión se mantuvo prácticamente sin variación con respecto al trimestre anterior, aunque la tasa de crecimiento interanual de la inversión en estas últimas fue menos negativa.

Por lo que respecta al detalle por sector, el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera refleja la menor contribución tanto de las sociedades no financieras como, aunque en menor medida, de los hogares (véase gráfico 13). Estas reducciones se vieron compensadas, en parte, por un nuevo y fuerte aumento de la aportación del sector de Administraciones Públicas, como consecuencia de la continua acumulación de activos financieros —principalmente mediante préstamos, acciones y compras de valores distintos de acciones— asociada a las medidas para garantizar la estabilidad del sector bancario. Las tasas de crecimiento interanual de la inversión financiera de las sociedades no financieras y de los hogares se encuentran actualmente en sus niveles más bajos desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Para información más detallada sobre la evolución de la inversión financiera de estos dos sectores, véanse las secciones 2.6 y 2.7.

Cuadro 2 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2006 IV	2007 I	2007 II	2007 III	2007 IV	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Inversión financiera	100	5,2	5,2	5,2	4,9	4,5	4,0	3,4	3,2	3,7	3,4
Efectivo y depósitos	26	7,0	7,3	7,9	7,4	7,0	6,9	5,5	5,6	6,6	6,7
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	6	7,6	5,7	3,7	2,4	2,9	2,3	2,4	3,4	5,4	4,0
<i>De los cuales: A corto plazo</i>	0	25,6	15,6	13,9	20,8	24,9	24,6	5,2	-8,1	-0,2	-28,0
<i>De los cuales: A largo plazo</i>	5	6,1	4,7	2,7	0,5	0,8	-0,1	2,0	4,9	6,0	7,9
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	26	2,2	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,3	3,0	3,6	3,7
<i>De las cuales: Acciones cotizadas</i>	5	0,1	1,4	2,0	1,9	3,0	3,3	3,6	3,9	3,2	4,2
<i>De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	21	3,0	2,7	2,7	3,2	3,0	3,2	3,2	2,6	3,7	3,5
Participaciones en fondos de inversión	5	-0,4	0,3	0,6	-1,3	-3,1	-5,2	-6,5	-6,4	-7,2	-6,0
Reservas técnicas de seguro	16	7,1	6,8	6,5	6,0	5,6	5,1	4,7	4,4	3,5	3,2
Otros ²⁾	21	8,1	8,5	8,1	7,7	6,6	4,8	3,8	3,2	3,5	2,0
M3 ³⁾		9,9	11,0	11,0	11,4	11,6	10,1	9,7	8,7	7,5	5,1

Fuente: BCE.

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

2) Otros activos financieros comprende préstamos, derivados financieros y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluye el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y las instituciones financieras no monetarias) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

INVERSORES INSTITUCIONALES

El valor de los activos totales de los fondos de inversión de la zona del euro (excluidos los fondos del mercado monetario) continuó descendiendo en el primer trimestre del 2009, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, con una caída del 20,7% en términos interanuales (frente al 26,8% del cuarto trimestre del 2008)².

Dicha evolución fue atribuible, principalmente, a la menor disminución interanual del valor de las tenencias de acciones y otras participaciones de los fondos de inversión (que, no obstante, siguieron siendo el principal factor determinante de la caída total) y de los valores distintos de acciones. Los datos sobre transacciones continúan apuntando a salidas netas de los fondos de inversión, pero la mayor parte del descenso interanual observado en el valor de los activos totales en el primer trimestre se debió a efectos de valoración negativos.

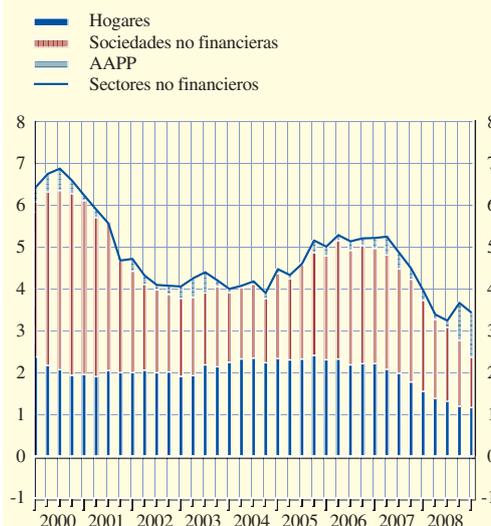
Los datos proporcionados por EFAMA³ sobre ventas netas de diversos tipos de fondos de inversión en el primer trimestre apuntan a que las salidas netas interanuales de los fondos de renta fija, de renta variable y mixtos fueron algo inferiores a las observadas en el trimestre anterior (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, las salidas siguieron siendo mucho más cuantiosas en el caso de los fondos de renta fija y variable que en el de los fondos mixtos. Los fondos del mercado monetario fueron la única categoría que registró flujos interanuales positivos, los cuales permanecieron prácticamente sin variación con respecto al trimestre precedente. En general, la evolución del primer trimestre indica que la inversión en fondos de inversión puede haberse beneficiado, en cierta medida, de la mejora de la confianza de los inversores.

2 Debe señalarse que la muestra de diciembre del 2008 incluye una serie de fondos de inversión no supervisados, lo que ha supuesto un aumento de los activos totales de alrededor de 120 mm de euros. En consecuencia, las tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre del 2008 y del primer trimestre del 2009 infravaloran la disminución efectiva del valor de los activos totales.

3 La Asociación Europea de Fondos y Gestión de Activos (EFAMA, en sus siglas en inglés) proporciona información sobre las ventas netas (o los flujos netos) de los fondos abiertos de renta variable y de renta fija en Alemania, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los flujos netos de entrada en fondos de renta variable y de renta fija de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2004.

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

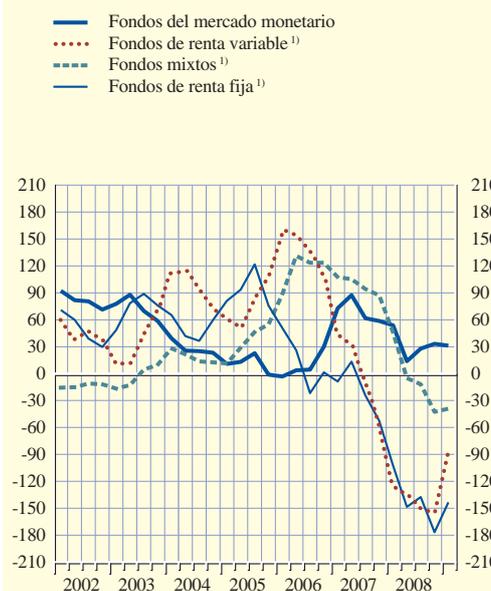
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico 14 Flujos netos anuales de entrada en los fondos de inversión (por categorías)

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA.

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones cayó al 2,9% en el primer trimestre del 2009, desde el 4,1% del trimestre anterior (véase gráfico 15). Esta disminución fue generalizada en los distintos instrumentos de inversión y fue particularmente visible en el caso de los depósitos y los préstamos (incluidos en «otras» inversiones financieras), que habían experimentado un incremento especialmente acusado en el trimestre anterior. La desaceleración del crecimiento de la inversión financiera refleja el descenso de los flujos de fondos procedentes del sector hogares en forma de reservas técnicas de seguro.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario continuaron descendiendo en los tres últimos meses, en un entorno de escasa volatilidad. Más concretamente, se observaron disminuciones en los tipos con garantías y sin garantías a todos los plazos, aunque en menor medida que en los meses precedentes. El diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario con garantías y sin garantías también siguió cayendo, pero permaneció en cotas elevadas en comparación con los niveles observados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto del 2007.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron descendiendo a todos los plazos en los tres últimos meses, como consecuencia, principalmente, de la desaparición de las tensiones en los mercados monetarios y de la mayor estabilización de sus condiciones en el contexto de las medidas de apoyo al crédito por parte del BCE (incluida, en particular, la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año llevada a cabo el 24 de junio). El 2 de septiembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,48%, el 0,81%, el 1,08% y el 1,30%, respectivamente, es decir, 45, 46, 38 y 32 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de junio. En conjunto, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, aumentó 13 puntos básicos en dicho período, desde 69 puntos básicos el 1 de junio hasta 82 puntos básicos el 2 de septiembre (véase gráfico 16).

El diferencial entre los tipos EURIBOR sin garantías y los tipos con garantías (como los tipos EUREPO o los derivados del índice del EONIA *swap*) continuó disminuyendo en dicho período, aunque a un ritmo más moderado que en los meses anteriores. Por lo que respecta a los tipos a tres meses, dicho diferencial se situó en 42 puntos básicos el 2 de septiembre, un descenso limitado con respecto a los 49 puntos básicos observados el 1 de junio. En general, a pesar de que estos diferenciales se han reducido de forma continua tras los máximos registrados en septiembre del 2008, siguen siendo relativamente amplios en comparación con los niveles alcanzados antes del comienzo de las turbulencias de los mercados financieros en agosto del 2007 (véase gráfico 17).

Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y los fondos de pensiones

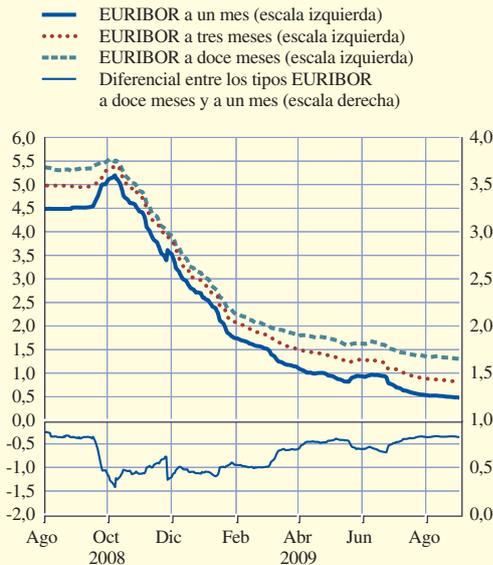
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.
1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

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



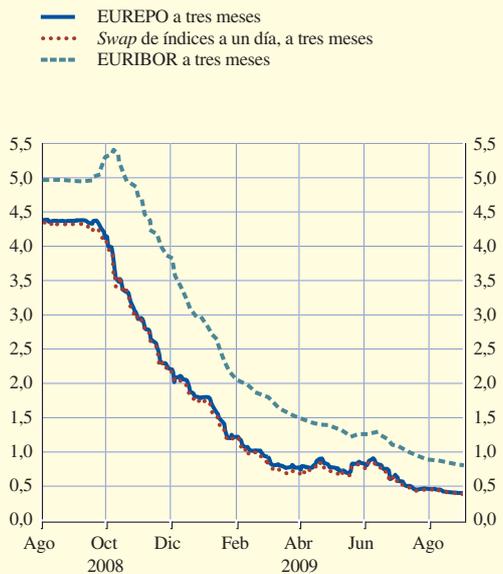
Fuentes: BCE y Reuters.

El 2 de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009 y marzo y junio del 2010 se situaron en el 0,865%, el 1,055% y el 1,370%, respectivamente, lo que representa una disminución de aproximadamente 40, 31 y 23 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 1 de junio (véase gráfico 18). La volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009 aumentó ligeramente en los tres últimos meses (véase gráfico 19).

Tras los elevados niveles de volatilidad de principios de junio, el EONIA cayó significativamente, principalmente como consecuencia de la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año del 24 de junio, que se llevó a cabo mediante subasta a tipo fijo con adjudicación plena (véase gráfico 20). El 24 de junio, el EONIA se situaba en un nivel relativamente estable, menos de 10 puntos básicos por encima del tipo de la facilidad de depósito. Dicho nivel es reflejo de la

Gráfico 17 EUREPO, EURIBOR y swap de índices a un día, a tres meses

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Reuters.

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



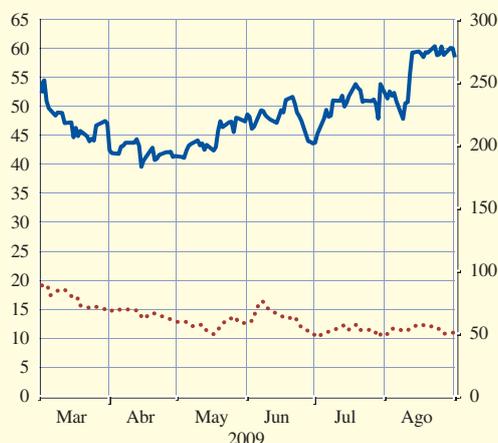
Fuente: Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffé.

Gráfico 19 Volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009

(en porcentaje; en puntos básicos; datos diarios)

- Porcentajes (escala izquierda)
- Puntos básicos (escala derecha)

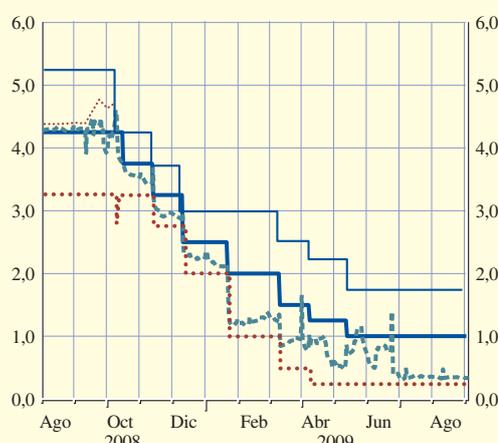


Fuentes: Bloomberg, Reuters y cálculos del BCE.
Nota: La medida en puntos básicos se obtiene multiplicando la volatilidad implícita en porcentaje por el tipo de interés correspondiente (véase también el recuadro titulado «Medidas de la volatilidad implícita derivada de las opciones sobre futuros de tipos de interés a corto plazo», en el Boletín Mensual de mayo del 2002).

Gráfico 20 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 las operaciones principales de financiación
- Tipo marginal de las operaciones principales de financiación



Fuentes: BCE y Reuters.

abundancia de liquidez del mercado monetario, que está siendo absorbida, en parte, por un recurso diario considerable a la facilidad de depósito (véase recuadro 3).

Recuadro 3

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE MAYO Y EL 11 DE AGOSTO DEL 2009

En este recuadro se describe la gestión de la liquidez realizada por el BCE durante los tres períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de junio, el 7 de julio y el 11 de agosto de 2009. En dichos períodos, el BCE siguió aplicando las medidas reforzadas de respaldo al crédito adoptadas en octubre del 2008 para hacer frente a la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros. Concretamente, las operaciones de financiación en euros se realizaron a tipo de interés fijo con adjudicación plena frente a una lista más amplia de activos de garantía y con una gama más amplia de vencimientos, incluidos los de un período de mantenimiento, tres meses y seis meses. Además, el 24 de junio, se realizó la primera operación de financiación a plazo más largo a un año y, a principios de julio, el Eurosistema realizó sus primeras compras en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*).

Por lo que respecta a la provisión de liquidez en moneda extranjera, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sus operaciones de mercado abierto para proporcionar liquidez en dólares estadounidenses como mínimo hasta finales de septiembre del 2009. También se amplió, hasta finales de octubre del 2009, la provisión de francos suizos, por parte del BCE, a entidades de contrapartida por medio de operaciones de mercado abierto. Por último, en junio, el BCE realizó una operación en el marco de un acuerdo previo de *swap* con el Sveriges Riksbank.

En la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, se registró una demanda muy fuerte por parte de las entidades de contrapartida, que se tradujo en la adjudicación de 442 mm de euros. Por consiguiente, el EONIA se redujo hasta un nivel de alrededor de 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito (0,25%), que no experimentó variación durante el período considerado. El 3 de julio, el EONIA registró un mínimo histórico del 0,328%. El diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el tipo *swap* a tres meses del EONIA —que indica el nivel de riesgo de crédito y de liquidez— también se redujo de forma sostenida durante el período de referencia, situándose, en promedio, en torno a 48 puntos básicos, prácticamente el mismo nivel observado antes de las fuertes presiones que experimentaron varios grandes grupos bancarios a principios del 2008.

Necesidades de liquidez del sistema bancario

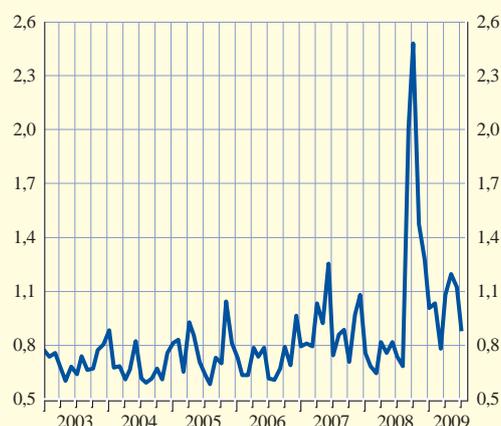
En los tres períodos de mantenimiento de reservas considerados, las necesidades diarias de liquidez de las entidades de crédito —definidas como la suma de los factores autónomos, las exigencias de reservas y el exceso de reservas (es decir, los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas)— ascendieron, en promedio, a 598 mm de euros, lo que representa una disminución de 14 mm de euros con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores.

El exceso de reservas fue, en promedio, ligeramente inferior al observado en los tres períodos de mantenimiento anteriores, registrándose un descenso de 0,1 mm de euros (véase gráfico A). Los factores autónomos se redujeron hasta 380,2 mm de euros (véase gráfico B), desde los 391,6 mm de euros registrados en los tres períodos de mantenimiento anteriores, como consecuencia de la reclasificación técnica de las operaciones en francos suizos del Eurosistema, que, a partir del 6 de julio de 2009, se consideran operaciones de mercado abierto y no factores autónomos. La consiguiente caída de los factores autónomos se compensó, en parte, con un aumento de los billetes en circulación y, en menor medida, de los depósitos de las Administraciones Públicas. Por último, las exigencias de reservas se redujeron, en promedio, en 2,4 mm de euros, para situarse en 217 mm de euros.

Como resultado de la intensa demanda registrada en la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, el recurso diario medio a la facilidad de depósito aumentó significativamente, situándose en 115 mm de euros

Gráfico A Saldos de las entidades de crédito en cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas

(mm de euros; nivel medio en cada período de mantenimiento)



Fuente: BCE.

en el período considerado. Esta cifra representa un incremento del 81% con respecto a la media de los tres períodos de mantenimiento anteriores, en los que el recurso medio a la facilidad de depósito volvió a reducirse gradualmente, tras alcanzar un máximo de 235,5 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 20 de enero de 2009. Analizando la situación con más detalle, se observa que el recurso diario a la facilidad de depósito en los períodos de mantenimiento que finalizaron el 9 de junio, el 7 de julio y el 11 de agosto ascendió, en promedio, a 22,3 mm de euros, 119,7 mm de euros y 185,1 mm de euros, respectivamente.

Además, en julio y agosto, el nivel de participación en la operación de ajuste de drenaje de liquidez del Eurosistema, realizada el último día del período de mantenimiento, fue notablemente más alto (véase gráfico B). Con estas dos operaciones se absorbieron, en promedio, 264 mm de euros, en comparación con la media de 89 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El recurso a la facilidad marginal de crédito se situó, en promedio, en 0,8 mm de euros en el período considerado.

Oferta de liquidez y tipos de interés

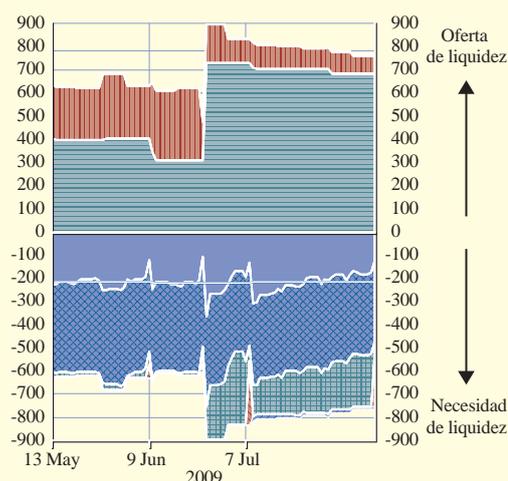
Al principio, el volumen de operaciones de mercado abierto vivas siguió disminuyendo, manteniéndose así la tendencia observada desde comienzos del 2009. Sin embargo, esta tendencia se frenó el 25 de junio, fecha en que se liquidó la primera operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año. Con esta operación, el volumen de operaciones de financiación a plazo más largo registró un nuevo máximo de 896,5 mm de euros, sobrepasando en 40 mm de euros el anterior máximo alcanzado a finales del 2008. Además, dado que alrededor de dos tercios de los importes que vencieron en otras operaciones de financiación a plazo más largo se han renovado desde el 25 de junio, este tipo de operaciones representaban en torno al 90% del total de operaciones de mercado abierto del Eurosistema vivas al final del período considerado (véase gráfico B), mientras que las operaciones principales de financiación a una semana sólo representaban alrededor del 10%. De hecho, dada la magnitud del exceso de liquidez, los volúmenes de adjudicación de esas operaciones principales de financiación semanales se redujeron considerablemente, situándose en promedio en 94,1 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 11 de agosto, es decir, un 60% por debajo de la media de los dos períodos de mantenimiento anteriores.

Las primeras compras realizadas en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados del Eurosistema se efectuaron el 6 de julio. Conforme a este programa, durante el período de referen-

Gráfico B Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; al lado de cada rúbrica se muestran las medias diarias para todo el período)

- Adquisiciones de bonos garantizados: 1,1 mm de euros
- Operaciones principales de financiación: 177,8 mm de euros
- Operaciones de financiación a plazo más largo: 545,5 mm de euros
- Operaciones en francos suizos del Eurosistema: 5,9 mm de euros
- Operaciones de ajuste: 10,5 mm de euros
- Recurso neto a la facilidad de depósito: 115 mm de euros
- Factores autónomos: 380,2 mm de euros
- Saldos en cuenta corriente: 217,9 mm de euros (exceso de reservas: 0,9 mm de euros)
- Exigencia de reservas: 217 mm de euros



Fuente: BCE.

cia, se adquirieron bonos garantizados por un importe medio diario de 220 mm de euros, y, el 11 de agosto, el valor total de las compras liquidadas ascendía a 5.9 mm de euros. El 2 de septiembre (fecha de cierre de los datos para la presente edición del Boletín Mensual), el valor total de las compras se situaba en 9,6 mm de euros. En la dirección del BCE en Internet puede obtenerse más información sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados.

Los principales tipos de interés del BCE no han experimentado variaciones desde el 13 de mayo de 2009, situándose el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 1%, el de la facilidad marginal de crédito en el 1,75% y el de la facilidad de depósito en el 0,25%. Al disminuir el recurso a la facilidad de depósito, en la primera mitad del período considerado se mantuvo la volatilidad del EONIA, que se situó, en promedio, en el 0,82% (véase gráfico C). Sin embargo, desde finales de junio, tras la liquidación de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, el EONIA se ha mantenido en torno al nivel del 0,35% como resultado de la holgada oferta de liquidez.

Durante todo el período considerado, el EONIA alcanzó niveles más altos el último día de cada período de mantenimiento, cuando el BCE realizó sus operaciones de ajuste ordinarias de absorción de liquidez. Sin embargo, no se elevó a finales de mes, como había ocurrido en períodos de mantenimiento anteriores.

Gráfico C El EONIA y los tipos de interés del BCE

(tipos de interés diarios, en porcentaje)



Fuente: BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En los tres últimos meses, la situación en los mercados internacionales de renta fija siguió reflejando la mejora del clima de esos mercados. Sin embargo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo parece ser resultado de una valoración más cautelosa de las perspectivas de crecimiento que las que se reflejaron en la evolución de los precios de las acciones durante el mismo período y puede haberse visto también afectado por la fuerte demanda procedente del sector bancario y de los inversores institucionales a escala mundial, pese a las cuantiosas emisiones realizadas. En efecto, a pesar de la reciente publicación de datos económicos sorprendentemente positivos, en la zona del euro el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se situó el 2 de septiembre unos 45 puntos por debajo de sus niveles de finales de mayo, mientras que se mantuvo en general estable en Estados Unidos. En comparación con los niveles de finales de mayo, las tasas de inflación implícitas a largo plazo de la zona del euro descendieron unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 2,1%. En los mercados de renta fija privada, la persistente reducción de la aversión al riesgo se reflejó en un nuevo estrechamiento de los diferenciales, especialmente de los relativos a los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y a los valores de grado especulativo.

Entre finales de mayo y el 2 de septiembre del 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó unos 45 puntos básicos, hasta situarse en el 3,6%, a pesar de la reciente publicación de datos económicos sorprendentemente positivos (véase gráfico 21). En Estados Unidos, pese a experimentar acusadas fluctuaciones durante el mismo período, el rendimiento de los bonos a largo plazo se mantuvo en general estable, situándose en el 3,3% el 2 de septiembre de 2009, 15 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo. En consecuencia, los rendimientos nominales de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro convergieron y el diferencial de tipos de interés se estrechó en 20 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo ligeramente, hasta situarse en el 1,3% el 2 de septiembre. En general, en comparación con los mercados de renta variable, en los mercados de renta fija los inversores parecen haber adoptado una actitud más cautelosa respecto a las perspectivas de crecimiento. Al mismo tiempo, los factores de oferta y demanda, como las compras sostenidas de deuda pública por el sector bancario y los inversores institucionales a escala mundial, pueden haber influido en los precios de la renta fija, pese a las cuantiosas emisiones realizadas.

Situaciones en las que las adquisiciones de deuda pública y los tipos de interés a corto plazo se mueven en direcciones opuestas son una característica recurrente del ciclo de intereses de la zona del euro (este tema se ha tratado en el recuadro titulado «Evolución reciente de la adquisición de valores de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM», publicado en el Boletín Mensual de junio del 2009). En el pasado reciente, la evolución del rendimiento de la deuda pública ha estado también determinada, en parte, por los efectos de liquidez, es decir, la disposición de los inversores a pagar una prima por activos que esperan poder liquidar a bajo coste en cualquier momento, tal y como se explica de forma más detallada en el recuadro 4.

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

Recuadro 4

NUEVA EVIDENCIA SOBRE LAS PRIMAS DE CRÉDITO Y DE LIQUIDEZ DE ALGUNOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA SOBERANA EN LA ZONA DEL EURO

Desde el comienzo de la crisis financiera, los mercados de deuda pública han experimentado fuertes fluctuaciones provocadas por la búsqueda de activos seguros y líquidos asociada a cambios en la tolerancia al riesgo y en la percepción de los riesgos. En particular, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana entre emisores nacionales de la zona del euro se ampliaron a principios de este año hasta alcanzar los niveles más elevados observados desde la introducción del euro, y en los últimos meses se han reducido

de manera significativa¹. Dado que las implicaciones políticas de esta evolución dependen de las causas subyacentes, es importante distinguir los efectos de los cambios percibidos en la calidad crediticia de la deuda soberana de otras influencias, que suelen denominarse «efectos de liquidez». Estos efectos reflejan la disposición de los inversores a pagar una prima por activos que esperan poder liquidar a un coste reducido en cualquier momento. En este recuadro se presenta nueva evidencia sobre la separación del impacto causado por los fenómenos de búsqueda de calidad y de liquidez, basada en los bonos emitidos por institutos públicos de financiación de Alemania y Francia y garantizados por los respectivos Gobiernos.

Las primas de riesgo de crédito se pueden aproximar comparando los rendimientos de bonos de calidad crediticia similar. Concretamente, en consonancia con estudios realizados anteriormente para Estados Unidos y Alemania, se supone que el riesgo de crédito de los bonos de institutos públicos de financiación respaldados por una garantía plena y explícita del Gobierno es igual al riesgo de crédito de la deuda soberana². Por tanto, estos bonos de institutos públicos de financiación garantizados por el Gobierno pueden ayudar a diferenciar las primas de crédito y de liquidez en el mercado de deuda soberana. Dado que se supone que el componente de riesgo de crédito de los rendimientos de bonos de institutos públicos de financiación es el mismo que el de la deuda emitida directamente por el Gobierno que aporta la garantía, las diferencias que se observen entre los rendimientos de los bonos de estos institutos y los de la deuda pública deberían reflejar efectos de liquidez.

En el análisis, centrado en los dos países más grandes de la zona del euro, se utilizan bonos emitidos por el *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) alemán y por la *Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale* (CADES) francesa. Aunque los objetivos y las actividades principales de estas instituciones presentan diferencias, los bonos de ambas cuentan con una garantía explícita y plena de los respectivos Gobiernos. Además, KfW y CADES son los institutos públicos de financiación más importantes de la zona del euro en términos de volumen de emisión y, a diferencia de otros institutos públicos de financiación, el volumen de bonos en circulación es suficiente para estimar curvas de rendimientos fiables.

En el gráfico A se muestran los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años de

Gráfico A Diferenciales de rendimiento cupón cero de la deuda soberana y de los institutos públicos de financiación

(datos diarios en puntos básicos; medias móviles de cinco días)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

- 1 Para conocer análisis recientes de la evolución de los diferenciales de deuda soberana en la zona del euro, véanse los recuadros del Boletín Mensual titulados «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» (julio 2009), «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?» (marzo 2009), y «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro» (noviembre 2008), y el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario» (julio 2009).
- 2 Una lógica similar se utilizó en Longstaff (2004) para Estados Unidos (usando bonos de institutos públicos de financiación emitidos por Resolution Funding Corporation) y, más recientemente, en Schwarz (2009) para Alemania (usando bonos emitidos por KfW); véanse F. A. Longstaff (2004), «The Flight to Liquidity Premium in U.S. Treasury Bond Prices», *Journal of Business*, 77, pp. 511-526, y K. Schwarz (2009), «Mind the Gap: Disentangling Credit and Liquidity in Risk Spreads», Working Paper, Columbia University.

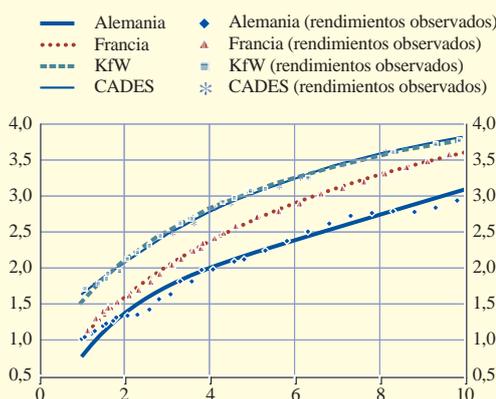
Alemania y Francia y el de los bonos de los institutos públicos de financiación de los dos países al mismo plazo. En términos cualitativos, los resultados son los mismos para otros plazos de vencimiento. Resulta sorprendente el hecho de que, aunque a principios de este año se observó un máximo en el diferencial de la deuda soberana francesa y alemana, el diferencial de los bonos de CADES y KfW se mantuvo extraordinariamente estable, con una diferencia absoluta de menos de 10 puntos básicos. En los gráficos B y C se presentan las cuatro curvas de rendimientos en dos fechas: el 9 de marzo de 2009, cuando el diferencial de la deuda soberana a diez años registró un máximo (de 54 puntos básicos), y una fecha más reciente. Incluso el día en que la diferencia entre las curvas de la deuda soberana de Francia y Alemania era amplia, las curvas de los bonos de los institutos seguían siendo casi coincidentes, lo que indica claramente que el elevado diferencial de la deuda soberana se debía a factores de liquidez más que a cambios significativos en la percepción de la calidad crediticia relativa de los emisores soberanos. Además, la estrecha correspondencia entre las curvas de los institutos públicos de financiación alemán y francés apunta a que las diferencias en las primas de liquidez de las emisiones de ambos institutos han sido moderadas, a diferencia de lo observado entre los emisores soberanos.

La evolución de la prima de liquidez en cada uno de los mercados soberanos puede valorarse comparando los rendimientos de la deuda de emisores soberanos y los de bonos de los institutos públicos de financiación para el mismo país. El gráfico D muestra que, en los dos países analizados en este recuadro, se observó un incremento de estas primas a finales del 2008 y principios del 2009. No obstante, el aumento fue mucho más acusado para Alemania que para Francia, probablemente como consecuencia del estatus de referencia de la deuda pública alemana a diez años y de efectos de contagio positivos sobre la liquidez asociados a la elevada liquidez del mercado alemán de futuros sobre deuda pública³. Al mismo tiempo, el

3 Para un análisis detallado de estos efectos de contagio sobre la liquidez, véase J. Ejsing y J. Sihvonen (2009), «Liquidity premia in German government bonds», Working Paper n.º. 1081, BCE. El hecho de que el diferencial de rendimiento entre CADES y KfW se mantenga de manera constante en niveles reducidos indica que acontecimientos específicos de cada instituto público de financiación, como la participación de KfW en el rescate de IKB Deutsche Industriebank, no explica las diferencias observadas entre los diferenciales de la deuda soberana y los diferenciales de los bonos de los institutos públicos de financiación en los dos países.

Gráfico B Curvas par de rendimientos el 9 de marzo de 2009

(en porcentaje)

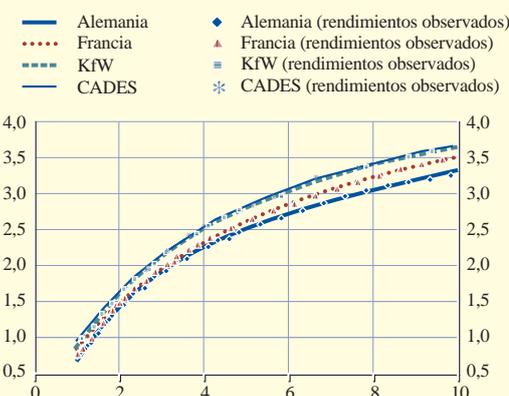


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Los símbolos de la leyenda se refieren al rendimiento al vencimiento de los bonos individuales utilizados para estimar las curvas respectivas. Los pronunciados perfiles en forma de U de la curva de rendimientos de la deuda pública alemana representan, fundamentalmente, efectos relacionados con el mercado alemán de futuros sobre deuda pública.

Gráfico C Curvas par rendimientos el 28 de agosto de 2009

(en porcentaje)



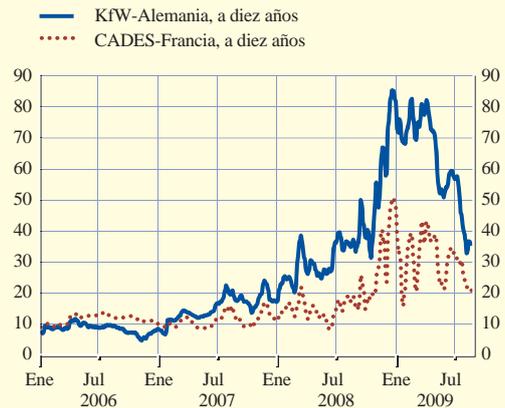
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

gráfico confirma que los bonos de institutos públicos de financiación y la deuda pública no se consideran sustitutos próximos en tiempos de crisis, lo que, en parte, puede estar relacionado con las diferentes bases de inversores.

La evidencia presentada en este recuadro es acorde con la interpretación de que la evolución de los mercados de deuda soberana se ha caracterizado por una búsqueda de liquidez (en contraposición a la interpretación de que se ha producido una búsqueda de calidad), que subraya la mayor preferencia de los inversores por activos con el menor riesgo de liquidez. En particular, el análisis muestra que el llamativo aumento del diferencial de rendimiento de la deuda pública de Francia y Alemania no necesariamente debe atribuirse a cambios relativos en la percepción de la calidad crediticia de estos países, sino que más bien podría deberse a variaciones de las primas de liquidez. Aunque este análisis no puede ampliarse a la mayor parte de los demás países de la zona del euro por la inexistencia de bonos de institutos públicos de financiación garantizados por el gobierno, es posible que los efectos de liquidez también hayan influido considerablemente en los rendimientos de la deuda pública en otros países de la zona. No obstante, en algunos de estos países, las fuertes fluctuaciones observadas en los diferenciales de rendimiento también se han visto considerablemente afectadas por la evolución de las variables fiscales, como los déficit presupuestarios y las ratios de deuda previstos⁴.

Gráfico D Diferenciales de rendimiento cupón cero entre los bonos de institutos públicos de financiación y la deuda soberana

(datos diarios en puntos básicos; medias móviles de cinco días)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

4 Véase el recuadro titulado «Factores determinantes de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo en la zona del euro», en el artículo del Boletín Mensual de julio del 2009 ya mencionado, y las referencias incluidas en el mismo.

La incertidumbre de los participantes en el mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la renta fija, medida por la volatilidad implícita de esos mercados, disminuyó en los tres últimos meses en la zona del euro y Estados Unidos, aunque la pronunciada brecha de volatilidad que se fue observando en el transcurso de mayo entre estas dos áreas económicas no desapareció, apuntando a una mayor incertidumbre respecto a la evolución futura del rendimiento de los bonos estadounidenses, en comparación con el de la deuda pública de la zona del euro. Aunque existen señales de normalización de la situación en los mercados de renta fija a ambos lados del Atlántico, la volatilidad se mantiene actualmente por encima de los niveles observados antes del inicio de las turbulencias financieras en el tercer trimestre del 2007.

En Estados Unidos, al principio del período considerado, los inversores pasaron de confiar en una mejora de las perspectivas de la economía estadounidense a preocuparse por la rapidez y sostenibilidad de la recuperación. En consecuencia, en junio el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo registró fuertes aumentos, seguidos de acusados descensos. La publicación de datos económicos que sugerían una mejora de las perspectivas económicas, unida a la inquietud respecto a la absorción de la ingente oferta de deuda pública, contribuyó a elevar ligeramente el rendimiento de los bonos estadounidenses en el transcurso de julio. Sin embargo, la publicación de datos económicos contradictorios, y en general más negativos, en el transcurso de agosto contribuyó a invertir esta trayectoria.

Los mercados de deuda pública de la zona del euro evolucionaron generalmente en línea con los Estados Unidos durante la mayor parte del periodo analizado, aunque registraron un importante descenso del rendimiento de los títulos. Concretamente, el rendimiento de la deuda pública se elevó al principio de junio, mientras aumentaba la tolerancia al riesgo. Sin embargo, este aumento se invirtió en la segunda quincena de junio, tras la publicación de algunos indicadores económicos poco alentadores. El descenso del rendimiento sólo se interrumpió a mediados de julio, cuando los inversores recobraron confianza, tras la publicación de datos positivos para la zona del euro. Con todo, se trató de una mejora de corta duración y, durante la mayor parte de agosto, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro disminuyó, al tiempo que bajaba el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense.

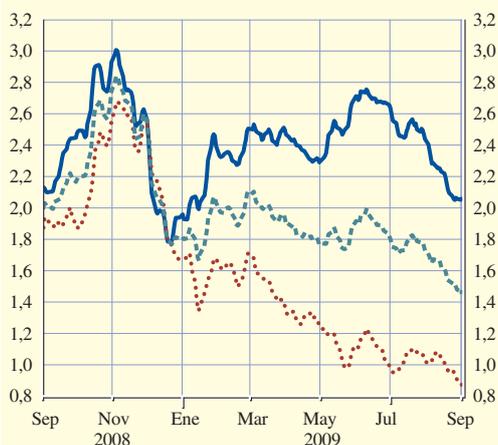
A comienzos de septiembre, el rendimiento de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro fue inferior al observado a finales de mayo (véase gráfico 22). El 2 de septiembre, el rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación se situó en torno al 1,5%, unos 40 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo del 2009. El descenso del rendimiento real de los bonos a más corto plazo fue más moderado y la curva de rendimientos reales de la zona del euro se aplanó ligeramente.

En general, los mercados de bonos indicados con la inflación parecen haberse estabilizado en los tres últimos meses, tras las tensiones observadas a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro, que habían mostrado una elevada volatilidad en el pasado, parecen haber dado muestras de una mayor estabilidad en los tres últimos meses y han vuelto a niveles más acordes con los registrados antes del verano del 2008 (véase gráfico 23). Al final del periodo examinado, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en torno

Gráfico 22 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

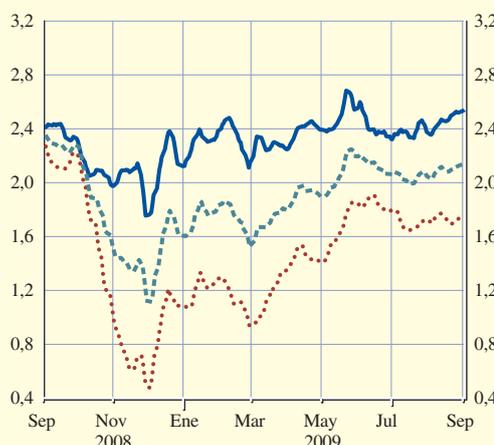


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

al 1,7% y el 2,1%, respectivamente, unos 10 puntos básicos por debajo de los niveles de finales de mayo del 2009. Otra señal de normalización de los mercados de bonos indicados con la inflación es el estrechamiento de la brecha entre las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo en los mercados de bonos y de *swaps*. La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años y la correspondiente tasa de los *swaps* indicados con la inflación se situaron ambas en el 2,6% el 2 de septiembre. Pese a experimentar cierta mejora en los últimos meses, los mercados de bonos indicados con la inflación podrían verse afectados por distorsiones de liquidez. En particular, el rendimiento de los bonos indicados con la inflación puede seguir incorporando una elevada prima, en compensación por el hecho de que estos bonos ofrecen una menor liquidez que sus contrapartidas nominales. En consecuencia, esta evolución ha de interpretarse todavía con cierta cautela. Con estas reservas, las expectativas de inflación de la zona del euro, reflejadas en los precios de los bonos indicados con la inflación, permanecen firmemente ancladas a medio y largo plazo, pese a esperarse cierto descenso a más corto plazo.

Entre finales de mayo y el 2 de septiembre, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se aplanó ligeramente (véase gráfico 24). Persistió una elevada incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. El aplanamiento de la curva *forward* a diez años supone una inversión del aumento de la pendiente de la curva observado en los tres últimos meses.

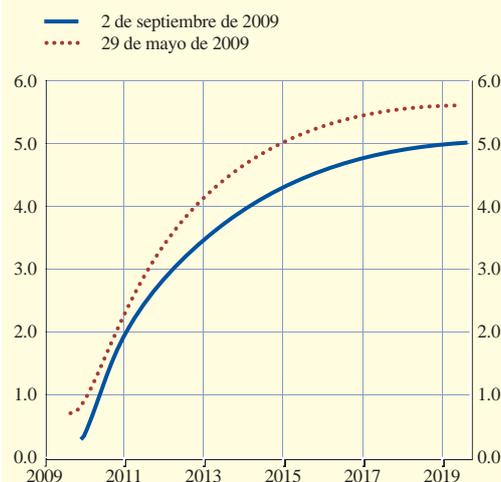
La revisión de la valoración de los riesgos continuó en la zona del euro, en la que los diferenciales de renta fija privada se estrecharon entre finales de mayo y el 2 de septiembre a un ritmo similar al observado en los tres meses anteriores. Los diferenciales de renta fija privada de los sectores financiero y no financiero se estrecharon notablemente en todas las calificaciones crediticias en el período considerado, alcanzando niveles próximos a los observados en el verano del 2008, antes de la quiebra de Lehman Brothers, reflejo de la persistente tendencia hacia una menor aversión al riesgo. No obstante, los diferenciales de renta fija privada se mantienen por encima de los niveles observados antes del inicio de las turbulencias financieras en el tercer trimestre del 2007, aunque pueden haberse reducido excesivamente durante el boom del crédito anterior a la crisis financiera.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En los tres últimos meses, los principales mercados de renta variable del mundo siguieron mostrando la tendencia al alza que empezó a manifestarse a comienzos de marzo del 2009. Esta evolución fue reflejo de la mayor tolerancia al riesgo impulsada por cambios en el clima de los mercados, que llevaron a muchos

Gráfico 24 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

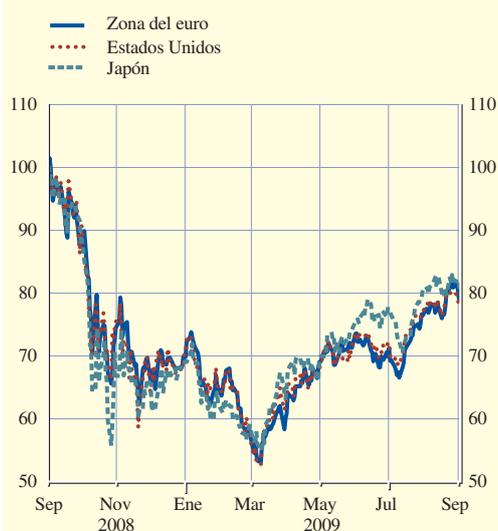
participantes en el mercado a revisar al alza sus expectativas de crecimiento de la economía mundial en los próximos trimestres. En este contexto, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, volvió a disminuir en los tres últimos meses, alcanzando niveles que no se observaban desde el verano del 2008.

Entre finales de mayo y el 2 de septiembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, subieron un 10%, mientras que las de Estados Unidos y Japón, medidas por el índice Standard & Poor's 500 y el índice Nikkei 225, ganaron en ambos casos un 8% (véase gráfico 25). Con ello prosiguió la tendencia que comenzó a observarse al final del primer trimestre del 2009 y que refleja un aumento de la tolerancia al riesgo impulsado por cambios en el clima de los mercados. En particular, numerosos participantes en el mercado han revisado al alza sus perspectivas de crecimiento de la economía mundial en los próximos trimestres, revisión que se ha acentuado más recientemente en la zona del euro.

En línea con esta evolución, la volatilidad de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, siguió disminuyendo en los últimos meses (véase gráfico 26) y se sitúa en los niveles registrados en el verano del 2008, lo que sugiere que el aumento de la incertidumbre observado tras la quiebra de Lehman Brothers se ha moderado notablemente. Sin embargo, los mercados de renta variable reflejan todavía la incertidumbre respecto al probable ritmo de recuperación. Pese a la reciente mejora, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro se mantienen alrededor de un 30% por debajo de la media del 2008.

Gráfico 25 Índices bursátiles

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



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

Gráfico 26 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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

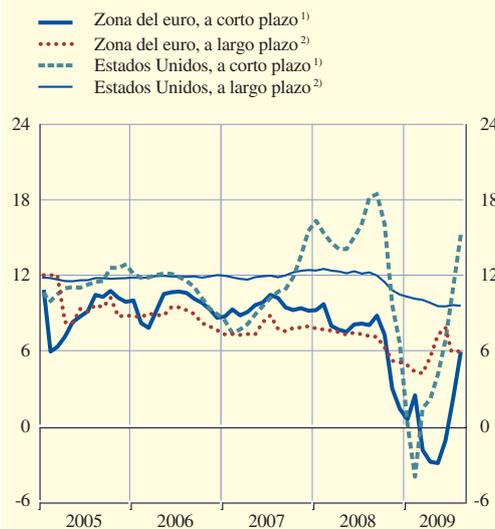


Fuente: Bloomberg.
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

La evolución positiva de los precios de las acciones registrada desde finales de mayo se ha observado en todos los sectores, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En ambas áreas económicas, las subidas fueron particularmente acusadas en el sector financiero, alcanzando el 19% en la zona del euro y el 11% en Estados Unidos, entre finales de mayo y el 2 de septiembre. El aumento de los precios de las acciones en el sector financiero de la zona del euro es reflejo, en parte, de una valoración más positiva, por el mercado, de la capitalización de las entidades de crédito de la zona y, por ende, de su capacidad para hacer frente a la actual desaceleración económica. Por otro lado, muchas entidades de crédito de la zona del euro publicaron resultados favorables en el segundo trimestre del 2009. En general, y pese a las subidas de los tres últimos meses, las acciones del sector financiero de la zona del euro se mantienen un 50% por debajo de los niveles registrados antes del inicio de la crisis financiera. En los sectores no financieros, en los tres últimos meses las acciones de los sectores de bienes de consumo y de industria experimentaron también fuertes subidas, mientras que sectores como el de agua, gas y electricidad y el de sanidad tuvieron resultados menos favorables (véase cuadro 3).

Gráfico 27 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

En los tres últimos meses, la reciente mejora del clima de los mercados se reflejó también en la evolución de los beneficios a ambos lados del Atlántico (véase gráfico 27). Las expectativas de beneficios

Cuadro 3 Variación de los precios de los índices Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentaje de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)	100,0	7,8	6,2	11,7	7,5	27,8	3,9	12,0	4,6	8,0	10,5
Variación de los precios (datos a fin de período)											
2008 II	-7,3	7,9	-13,9	-14,7	12,7	-14,8	-0,2	-7,0	-10,7	-5,8	0,6
2008 III	-12,1	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6
2008 IV	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 I	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2009 II	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
Julio 2009	9,4	14,0	5,6	12,8	1,2	13,18	7,1	11,6	3,5	7,7	4,2
Agosto 2009	5,7	1,7	4,6	-1,1	2,7	11,4	0,8	7,4	6,0	1,8	8,1
31 may 2009 - 02 sep 2009	10,3	7,6	3,3	10,2	-1,5	19,0	3,7	13,1	3,9	10,5	7,3

Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX para los próximos doce meses se revisaron al alza, tornándose positivas en julio y agosto, tras varios meses de valores negativos. Estas positivas expectativas de beneficios para el índice general son resultado de las favorables expectativas de ganancias de las empresas del sector financiero, mientras que las del sector no financiero, aunque han mejorado, permanecen todavía en valores negativos. En Estados Unidos, el repunte de las expectativas de beneficios para los próximos doce meses de las empresas incluidas en el índice Standard & Poor's 500 reflejan también un aumento mucho más importante de los beneficios del sector financiero. Las expectativas de los beneficios a largo plazo de las empresas de la zona del euro se revisaron también al alza, en relación con los niveles de principios del segundo trimestre del 2009, mientras que las de las empresas estadounidenses se revisaron ligeramente a la baja.

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El coste medio real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo considerablemente en el segundo trimestre del 2009. La mayor parte de este descenso tuvo su origen en una pronunciada disminución del coste real de los préstamos bancarios a corto plazo y de los valores de renta fija. En este contexto, la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó con la tendencia ascendente observada desde diciembre del 2008, mientras que el crecimiento de la financiación bancaria siguió reduciéndose. Esta evolución apunta a que continúa la recuperación de los mercados de valores de renta fija privada, pero también puede indicar que algunas empresas están experimentando dificultades para obtener suficiente financiación a través de las entidades de crédito.

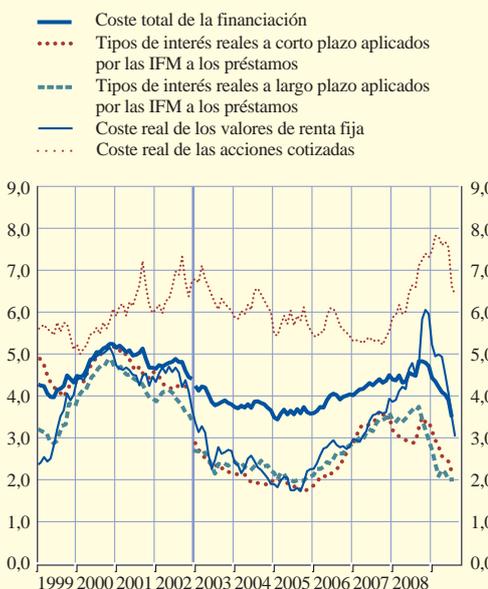
CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro —calculado ponderando el coste de las distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración⁴— se redujo hasta situarse en el 3,9% en el segundo trimestre del 2009, 32 puntos básicos por debajo de los niveles del primer trimestre del 2009 (véase gráfico 28). Tanto los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela como los costes de financiación de los valores de renta fija disminuyeron en términos reales en ese período. El recorte de 50 puntos básicos de los tipos de interés oficiales del BCE en el segundo trimestre del 2009 siguió contribuyendo a la reducción de los tipos de interés reales a corto plazo aplicados por las IFM a los

4 Para una descripción detallada de cómo se mide el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005.

Gráfico 28 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje; datos mensuales)



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

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de marzo del 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios del 2003 provocó una ruptura en las series.

préstamos, que experimentaron un descenso de 36 puntos básicos en ese mismo período, mientras que los tipos de interés reales a largo plazo aplicados por este sector disminuyeron 9 puntos básicos. En un entorno en el que la situación en los mercados bursátiles está mejorando y en el que se ha producido cierta disminución de la incertidumbre, el coste real de las acciones se redujo 26 puntos básicos, mientras que el coste de los valores de renta fija cayó unos 90 puntos básicos. Desde una perspectiva a más largo plazo, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo en niveles similares a los registrados antes del estallido de las perturbaciones financieras en el verano del 2007, aunque el coste de la financiación mediante valores de renta fija continuó siendo más elevado.

Para que la transmisión de la política monetaria funcione adecuadamente, es importante que las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE repercutan en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos concedidos a hogares y a empresas. En épocas normales, la evolución de los costes de financiación a corto plazo de las entidades de crédito resulta influida, fundamentalmente, por las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario (EURIBOR), mientras que los tipos a más largo plazo aplicados por las entidades a los préstamos y créditos suelen reflejar la evolución de los rendimientos de la deuda pública. Como se observa en el cuadro 4, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras con plazo de vencimiento reducido descendieron aproximadamente 40 y 30 puntos básicos para los préstamos por importe superior a un millón de euros y para los préstamos por importe inferior a un millón de euros, respectivamente, entre marzo y junio del 2009. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario experimentaron un descenso de unos 40 puntos básicos, debido, en parte, a la normalización de las condiciones que se sigue observando en los mercados interbancarios. Los datos de julio del 2009 confirman la tendencia a la baja de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos

Las variaciones de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las entidades de crédito los préstamos y créditos fueron más pronunciadas que las de los rendimientos correspondientes de la deuda pública a largo plazo, y continuaron con su tendencia descendente, una trayectoria acorde, en líneas generales,

Cuadro 4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(en porcentaje; en puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta jul. 2009 ¹⁾		
	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Jun	2009 Jul	2008 Abr	2009 Abr	2009 Jun
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	6,67	6,91	6,26	5,10	4,58	4,34	-220	-42	-24
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	6,16	6,34	5,38	4,03	3,64	3,57	-246	-25	-7
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,43	5,64	5,32	4,75	4,50	4,32	-88	-28	-18
Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros									
Sin fijación del tipo y con período inicial de fijación del tipo hasta un año	5,35	5,62	4,28	2,83	2,56	2,37	-293	-17	-19
Con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años	5,52	5,64	4,76	3,87	3,70	3,89	-150	-12	19
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	4,94	5,03	3,26	1,63	1,22	0,98	-380	-44	-24
Rendimiento de la deuda pública a dos años	4,72	4,09	2,62	1,74	1,68	1,40	-246	-32	-28
Rendimiento de la deuda pública a cinco años	4,75	4,21	3,29	3,00	3,14	2,86	-114	-13	-28

Fuente: BCE.

Nota: Los datos trimestrales son datos de fin de período.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

con el comportamiento del mecanismo de transmisión en el pasado⁵. Mientras que los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos a largo plazo de importe reducido a las sociedades no financieras descendieron alrededor de 25 puntos básicos, los aplicados a los préstamos de importe elevado concedidos a este sector se redujeron, en promedio, unos 20 puntos básicos en junio del 2009. Esta evolución es acorde con los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009⁶, en la que el porcentaje neto de entidades que señaló un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas fue algo más elevado para las grandes empresas que para las pequeñas y medianas empresas. En julio del 2009, la evolución de los tipos de interés aplicados por las entidades a los préstamos de importe reducido y de importe elevado fue ligeramente dispar.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada (medidos como la diferencia entre los rendimientos de los valores de renta fija privada y los de la deuda pública) contienen información de utilidad sobre las condiciones de financiación mediante valores de renta fija de las empresas de la zona del euro. En el segundo trimestre del 2009, los diferenciales se redujeron en todas las categorías de calificación crediticia, y continuaron disminuyendo en julio y agosto, en algunos casos hasta situarse en los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers. Más concretamente, los descensos observados en general en este período fueron más pronunciados en los bonos con calificación crediticia baja y, en particular, en aquellos con calidad crediticia de grado especulativo. Por ejemplo, los bonos de renta fija de alta rentabilidad de la zona del euro cayeron más de 700 puntos básicos, y los bonos con calificación BBB, 160 puntos básicos, mientras que los bonos con calificación AA experimentaron un descenso más limitado, de unos 30 puntos básicos (véase gráfico 29). Las diferencias en la caída de los rendimientos en todos los plazos de vencimiento de los créditos podrían estar relacionadas con las menores percepciones del riesgo y aversión al riesgo en los mercados, junto con unas expectativas económicas algo más favorables.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La mayor parte de los indicadores de rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro apuntan a una nueva disminución en el segundo trimestre del 2009. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro se redujo desde el -22,6% de marzo del 2009 hasta el -31,3% de agosto del 2009 (véase gráfico 30). De cara al futuro, los datos disponibles sobre expectativas de beneficios en los próximos doce meses proporcionados por analistas de los mercados financieros se han revisado al alza aunque seguirán siendo negativos.

La tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras

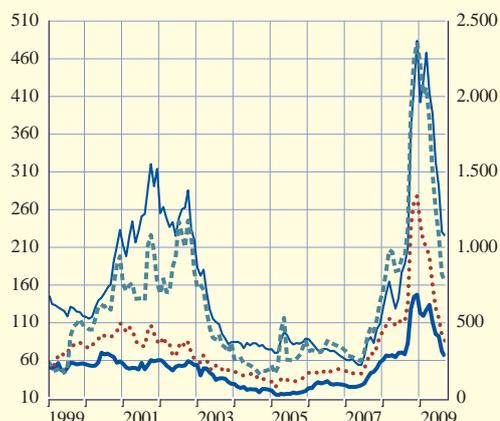
5 Véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro» en el Boletín Mensual de agosto del 2009.

6 Para una descripción detallada de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009, véase el recuadro 2 del Boletín Mensual de agosto del 2009.

Gráfico 29 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(en puntos básicos; medias mensuales)

- AA denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- A denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- - - - BBB denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Alta rentabilidad denominados en euros (escala derecha)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.
Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

(que incluye los préstamos concedidos por las IFM, los valores distintos de acciones y las acciones cotizadas) se redujo hasta situarse en el 1,9% en el segundo trimestre del 2009, desde el 2,1% del trimestre precedente (véase gráfico 31). Este descenso se debió fundamentalmente a la pronunciada caída de la tasa de crecimiento interanual real de los préstamos de las IFM, que se situó en el 1% en el segundo trimestre (frente al 1,7% del primer trimestre), contribuyendo con ello considerablemente menos a la financiación externa. La contribución de la financiación procedente de la emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente, al igual que la de la financiación mediante valores distintos de acciones.

En el gráfico 32 se presentan los componentes que integran el ahorro, la financiación y la inversión de las empresas de la zona, según figuran en las cuentas de la zona del euro, disponibles hasta el primer trimestre del 2009. Estas medidas más amplias muestran que, en términos agregados, las empresas de la zona del euro han destinado más fondos a la inversión real y financiera de los que se podrían obtener mediante fondos generados internamente. Esta cifra neta suele denominarse «brecha de financiación» y, en líneas generales, ha aumentado de magnitud desde mediados del 2004. En el primer trimestre del 2009, la brecha de financiación era del 6,7% del valor añadido total del sector no financiero. Como se ve en el gráfico, la mayor parte de la financiación interna y externa se utilizó para financiar inversiones reales (formación bruta de capital fijo), mientras que la inversión financiera fue menor. La adquisición neta de activos financieros, incluidas acciones, descendió en el citado trimestre, y este sector siguió reduciendo los activos líquidos.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a reducirse y se situó en el 2,8% al final del segundo trimestre del 2009, continuando la tendencia que comenzó en el segundo semestre del 2008 (véase cuadro 5). En julio del 2009, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras disminuyó de nuevo, situándose en el 1,6%, como consecuencia, fundamentalmente, de una nueva contracción de

Gráfico 30 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

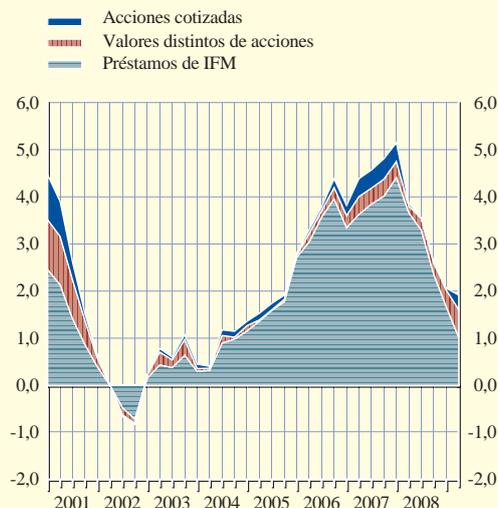
(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Financial Datastream y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Detalle de la tasa de crecimiento interanual real de la financiación externa de las sociedades no financieras¹⁾

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) La tasa de crecimiento interanual real se define como la diferencia entre la tasa de crecimiento interanual registrada y el deflactor del PIB.

los préstamos a corto plazo. El rápido deterioro de la actividad económica real observado desde principios de año parece haberse traducido en una fuerte desaceleración de la actividad de crédito en su conjunto, con un descenso especialmente pronunciado para los préstamos a corto plazo. En cuanto a la estructura de vencimientos de los préstamos de las IFM, las tasas de crecimiento interanual de los préstamos hasta un año, de uno a cinco años y a más de cinco años se situaron en el -8,4%, el 6,1% y el 5,5%, respectivamente, en julio del 2009. En comparación, en marzo, estas tasas se situaban en el -0,3%, el 11,1% y el 8,2%, respectivamente.

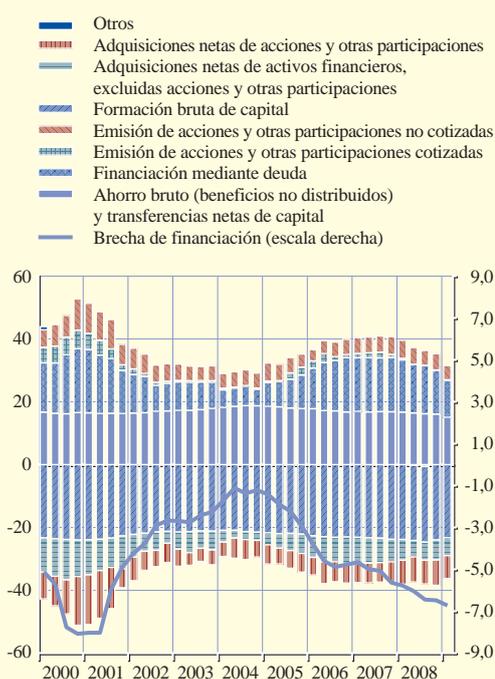
La encuesta sobre préstamos bancarios del Euro-sistema ayuda a identificar los factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras. Como se observa en el gráfico 33, según las entidades participantes en la encuesta, dos factores, la inversión en capital fijo y las operaciones de fusión y adquisición, fueron los que más contribuyeron a la disminución de la demanda.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del crédito continúe desacelerándose. Ciertamente, aunque la última encuesta sobre préstamos bancarios indica cierto alivio de las presiones que limitan la oferta de préstamos de las entidades de crédito, especialmente en lo que respecta a los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, la evidencia empírica sugiere que la evolución del crecimiento de los préstamos suele responder a una variación en los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos con un desfase de tres a cuatro trimestres, y los préstamos a las sociedades no financieras suelen ir considerablemente a la zaga del ciclo económico. Además, unas perspectivas moderadas para la inversión, debido a la reducida utilización de la capacidad productiva, la disminución de las operaciones de fusión y adquisición, y un nivel de apalancamiento relativamente elevado de las empresas de la zona del euro, podría reducir la demanda de préstamos, mientras que las presiones sobre los flujos financieros y las menores reservas de liquidez podrían conllevar una mayor necesidad de recurrir a la financiación externa.

Aparte de la financiación a través de préstamos de las IFM, las empresas pueden recurrir directamente a los mercados financieros como fuente de financiación. Datos recientes sobre la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras sugieren un nuevo aumento de la financiación mediante valores de renta fija, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó hasta el 11,3% en el segundo trimestre del 2009, en comparación con el 9% del primer trimestre. La tendencia hacia un aumento de la emisión de valores distintos de acciones apunta a ciertos efectos de sustitución para compensar parte de la marcada desaceleración de la financiación bancaria. Además, datos de provee-

Gráfico 32 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del valor añadido bruto)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Nota: La deuda incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

Cuadro 5 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual (variaciones porcentuales; fin de trimestre)				
	2008	2008	2008	2009	2009
	II	III	IV	I	II
Préstamos de IFM	13,7	12,2	9,6	6,3	2,8
Hasta un año	12,1	19,9	6,9	-0,3	-5,4
De uno a cinco años	19,9	17,6	14,0	11,1	7,4
Más de cinco años	12,4	11,4	9,5	8,2	5,8
Valores distintos de acciones	7,4	3,4	5,9	7,1	9,0
A corto plazo	22,3	9,4	14,3	16,3	-11,2
A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾	4,8	2,2	4,4	5,5	13,1
A tipo fijo	3,5	2,6	5,2	6,8	17,8
A tipo variable	12,6	2,6	4,5	1,9	-0,9
Acciones cotizadas	1,0	0,1	0,0	-0,1	0,4
Pro memoria ²⁾					
Total financiación	3,9	3,8	3,5	3,1	-
Préstamos a sociedades no financieras	9,9	9,4	8,3	6,5	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	0,3	0,4	0,0	0,1	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

dores comerciales muestran señales de un mayor recurso a la emisión de este tipo de valores en todas las categorías de calificación crediticia y en todos los sectores, especialmente por parte de emisores con calificaciones bajas y en sectores cíclicos. La recuperación del mercado de renta fija de alta rentabilidad y la reducción de la financiación bancaria parecen reflejar el aumento de la tolerancia al riesgo a escala global y la disminución de los diferenciales de crédito.

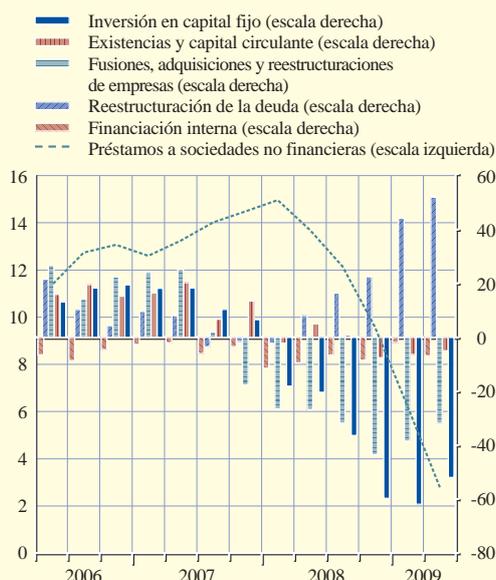
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó hasta el 1,5% en el segundo trimestre del 2009, respaldada por la evolución positiva de los mercados bursátiles.

POSICIÓN FINANCIERA

La fuerte expansión actual de la financiación mediante valores de renta fija por parte de las sociedades no financieras, junto con la disminución del excedente bruto de explotación y del PIB, hicieron que el endeudamiento en relación con el PIB y con el excedente bruto de explotación de las empresas experimentara un ligero aumento en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 34). Como consecuencia del considerable descenso del crecimiento de la financiación bancaria y de los tipos de interés de mercado, la carga de intereses de las sociedades no financieras continuó disminuyendo en el segundo trimestre del 2009 y se situó en los niveles registrados justo antes del comienzo de las perturbaciones financieras (véase gráfico 35). En general, el elevado nivel de endeudamiento y la carga de intereses asociada significan que las sociedades no financieras siguen siendo vulnerables a la incertidumbre existente y a posibles perturbaciones futuras.

Gráfico 33 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; en porcentaje neto)

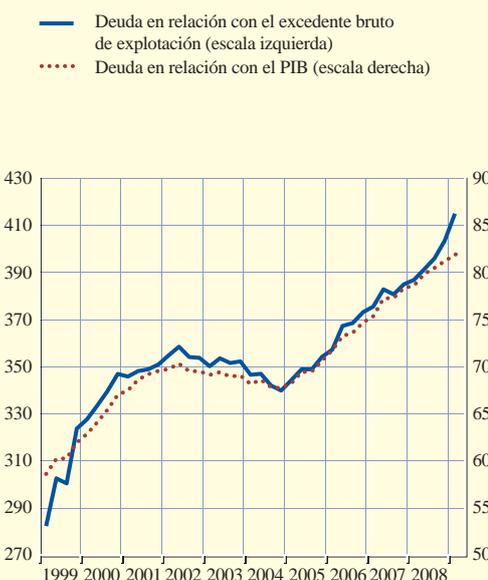


Fuente: BCE.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción; véase también la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009.

Gráfico 34 Ratios de endeudamiento del sector de sociedades no financieras

(en porcentaje)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

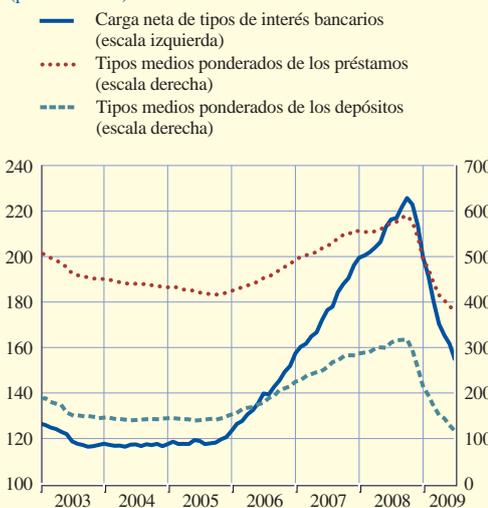
Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores, e incluyen préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. Datos hasta el segundo trimestre del 2009.

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el segundo trimestre del 2009, las condiciones de financiación de los hogares se caracterizaron por nuevos descensos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y por la disminución del endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos. No obstante, la evolución del endeudamiento de los hogares continuó siendo contenida, debido probablemente a la debilidad actual de la actividad económica y a la persistente incertidumbre en torno a las perspectivas económicas y al mercado de la vivienda. La moderada necesidad de financiación de este sector condujo a la estabilización de su nivel de endeudamiento, mientras que la carga por intereses volvió a reducirse.

Gráfico 35 Carga neta de tipos de interés bancarios de las sociedades no financieras

(puntos básicos)



Fuente: BCE.

Nota: La carga neta de tipos de interés bancarios se define como la diferencia entre los tipos medios ponderados de los préstamos y los tipos medios ponderados de los depósitos del sector de las sociedades no financieras, y se basa en saldos vivos.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Como consecuencia de los nuevos recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron descendiendo de manera pronunciada en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 36). No obstante, esta reducción se concentró principalmente en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo, en particular en los de los préstamos a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo hasta un año. Ciertamente, en junio, el tipo de interés de esta modalidad de préstamo registró un nuevo mínimo y se situó aproximadamente 270 puntos básicos por debajo del máximo registrado en octubre del 2008. En cambio, los tipos a largo plazo prácticamente no se modificaron en el segundo trimestre del 2009. En consecuencia, la estructura temporal de los tipos aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda siguió caracterizándose por un diferencial positivo entre los tipos de los préstamos con período inicial de fijación largo (es decir, de más de diez años) y aquellos con período inicial de fijación corto (esto es, hasta un año).

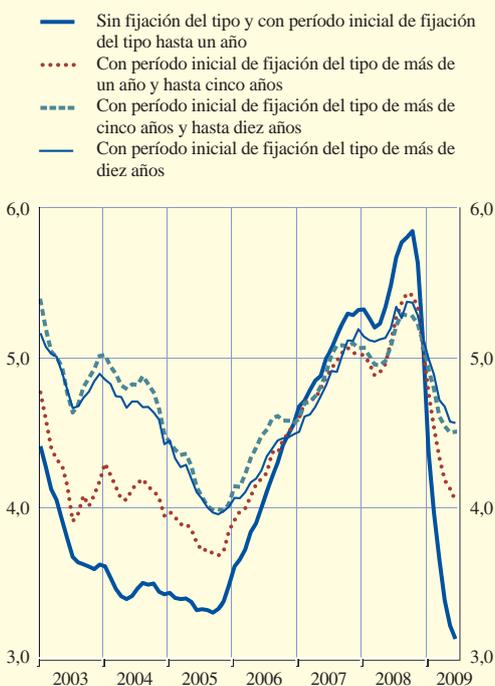
En el segundo trimestre del 2009 también se observó una nueva caída, aunque de magnitud considerablemente menor en la mayor parte de los períodos iniciales de fijación del tipo, de los tipos de interés aplicados por las IFM al crédito al consumo. Este descenso fue especialmente acusado para los tipos a corto plazo (es decir, los tipos aplicados a los préstamos a tipo de interés variable y con período inicial de fijación del tipo hasta un año) y para los tipos a largo plazo (esto es, los tipos aplicados a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años). No obstante, los tipos de interés de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años se mantuvieron en niveles sustancialmente inferiores a los aplicados a otras modalidades de crédito al consumo.

Los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda y los tipos de mercado a plazos similares se redujeron ligeramente en el segundo trimestre del 2009, mientras que el diferencial correspondiente a los tipos a largo plazo se redujo en mayor medida. En el caso del crédito al consumo, los diferenciales de los tipos a corto plazo prácticamente no se modificaron en el segundo trimestre, mientras que los de los tipos a largo plazo disminuyeron considerablemente. En general, el hecho de que los diferenciales hayan tendido a descender indica que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares han estado ajustándose a las reducciones de los tipos de mercado tras el acusado recorte de los tipos de interés oficiales del BCE.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009 indican que el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la

Gráfico 36 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones¹⁾)



Fuente: BCE.

aprobación de préstamos y créditos volvió a disminuir en el segundo trimestre, tanto en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda como al crédito al consumo y otros préstamos, las perspectivas del mercado de la vivienda, las expectativas relativas a la actividad económica en general, y una valoración menos negativa de los riesgos relativos a las garantías solicitadas continuaron siendo los principales factores que contribuyeron a este descenso en el segundo trimestre. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento neto de los márgenes disminuyó en el segundo trimestre, tanto para los préstamos con un nivel medio de riesgo como para los de mayor riesgo, mientras que el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio prácticamente no se modificó. En cambio, en el caso del crédito al consumo y otros préstamos, las entidades participantes en la encuesta continuaron aumentando sus márgenes, pero las condiciones no relacionadas con el precio pasaron a ser menos rigurosas. Por último, aunque, en general, las entidades consideraron que la demanda de crédito al consumo y otros préstamos se había mantenido negativa en el segundo trimestre, en lo que respecta a la demanda de préstamos para adquisición de vivienda señalaron que había sido ligeramente positiva por primera vez desde el segundo trimestre del 2006.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

La tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares experimentó una nueva moderación y se situó en el 2,6% en el primer trimestre del 2009 (el más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro), frente al 3,7% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento de los préstamos de las instituciones distintas de IFM a este sector se mantuvo muy elevada, en el 18,2%, en el primer trimestre del 2009. No obstante, en gran medida, esta evolución no es atribuible a nuevos préstamos originados por instituciones distintas de IFM, sino más bien al efecto de las operaciones de titulización fuera de balance (en las que los préstamos se eliminan y, por tanto, se dan de baja del balance de las IFM, y posteriormente se contabilizan como préstamos de otros intermediarios financieros), que fueron especialmente intensas en el cuarto trimestre del 2008. Los datos disponibles sobre préstamos de las IFM sugieren que la tendencia a la baja de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares continuó en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 37), mientras que los flujos mensuales mostraron algunas señales de estabilización.

En julio del 2009, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares continuó siendo nula, sin variaciones con respecto al segundo trimestre y tras situarse en el 0,9% en el primer trimestre. La evolución a corto plazo, medida por la tasa de crecimiento de tres meses anualizada, también se situó próxima a cero en julio. No obstante, aunque los flujos netos mensuales de préstamos a hogares fueron reducidos, siguieron siendo positivos en julio (incluso antes de corregir los datos por los efectos de la titulización), indicando que la tendencia a la baja observada previamente puede haberse interrumpido.

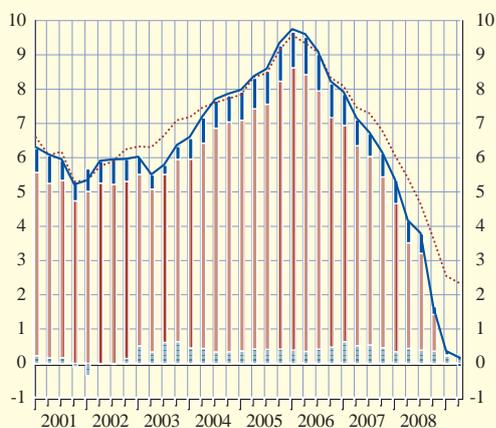
La continuada moderación del endeudamiento es acorde con la marcada desaceleración observada en el mercado de la vivienda, con la debilidad de la actividad económica y con la incertidumbre en torno a las perspectivas de renta. Por otra parte, el hecho de que el nivel de endeudamiento de los hogares se mantenga elevado en relación con ciclos anteriores también puede estar causando un impacto moderador sobre el endeudamiento.

La caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares es consecuencia de la evolución del endeudamiento para adquisición de vivienda, el principal componente de los préstamos a este sector, y del crédito al consumo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda volvió a ser ligeramente negativa en julio, mes en que se situó en el -0,2%, sin variaciones con respecto al segundo trimestre y frente al 0,7% del primer trimestre. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo disminuyó de nuevo, hasta el -1,1%, en julio, desde el -0,3% y el 1,3% del segundo y primer trimestres, respectivamente.

Gráfico 37 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)

- Crédito al consumo de IFM
- Préstamos de IFM para adquisición de vivienda
- Otros préstamos de IFM
- Total préstamos de IFM
- Total préstamos



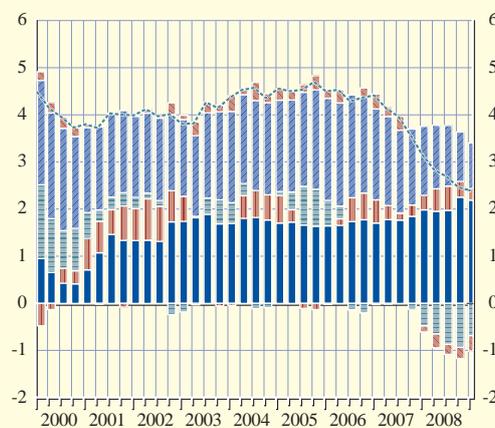
Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el segundo trimestre del 2009 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

Gráfico 38 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Efectivo y depósitos
- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones y otras participaciones
- Reservas técnicas de seguro
- Otros¹⁾
- - - Activos financieros totales



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos, otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros.

En cuanto al activo del balance del sector hogares de la zona del euro que figura en las cuentas de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total continuó descendiendo y se situó en el 2,4% en el primer trimestre del 2009, frente al 2,5% y el 2,7% del cuarto y tercer trimestres del 2008, respectivamente (véase gráfico 38). Esta reducción estuvo impulsada, fundamentalmente, por la continuación de las ventas netas de acciones y participaciones en fondos de inversión (aunque están descendiendo), así como por la caída de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones y productos de seguro. Al mismo tiempo, la inversión de los hogares en depósitos siguió constituyendo la principal contribución, pese a experimentar una leve moderación, reflejo de su preferencia por activos seguros y líquidos, dada la incertidumbre existente en torno a la evolución económica futura. Los depósitos representaron el 37,5% de la cartera de los hogares en el primer trimestre del 2009, aproximadamente 7 puntos porcentuales más que en el segundo trimestre del 2007, antes del comienzo de las perturbaciones. Al mismo tiempo, en el primer trimestre del 2009, el flujo de inversión en seguros de vida se recuperó de la tendencia a la baja observada en los ocho trimestres anteriores.

POSICIÓN FINANCIERA

La continuada moderación del endeudamiento de los hogares ha hecho que la necesidad de financiación de este sector se establezca en los últimos trimestres. La deuda en relación con la renta disponible de los hogares se ha mantenido ligeramente por debajo del 94% desde principios del 2008, tras haber registrado un máximo a finales del 2007, y se estima que sólo experimentó un ligero aumento en el segundo

trimestre del 2009 (véase gráfico 39). Este leve incremento está relacionado con el hecho de que la desaceleración de la actividad económica real y de la renta sea más pronunciada que la de la deuda. De igual modo, se calcula que la deuda en relación con el PIB de este sector se elevó moderadamente en el primer semestre de este año. Al mismo tiempo, se estima que la carga de intereses de los hogares volvió a descender hasta situarse en el 3,3% de la renta disponible en el segundo trimestre del 2009, frente al 3,5% del trimestre precedente. Esta evolución refleja el impacto de la disminución de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos, particularmente en lo que respecta a los préstamos a tipo de interés variable.

Gráfico 39 Endeudamiento y pagos de intereses de los hogares

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: La deuda de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. Los pagos de intereses no incluyen todos los costes financieros de los hogares, ya que excluyen las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que se muestra se han estimado en parte.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,2% en agosto, frente al -0,7% de julio. Esta evolución está en línea con las expectativas anteriores y refleja, en gran medida, los efectos de base derivados de las fluctuaciones registradas por los precios internacionales de las materias primas hace un año. Como consecuencia de estos efectos de base cabe esperar que las tasas de inflación interanual vuelvan en los próximos meses a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo, y se espera que los precios y costes permanezcan en una senda moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Según las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2009 elaborados por los expertos del BCE, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009 y entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010. Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

El proceso de desinflación observado en la zona del euro ha continuado en el verano del 2009. La inflación medida por el IAPC general, que había alcanzado una cota máxima del 4% en julio del 2008, se tornó negativa en junio del 2009 y bajó al -0,7% en julio. La caída de la inflación estuvo determinada, principalmente, por el pronunciado descenso de los precios de los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro, que han venido reflejando fuertes efectos de base a la baja en los últimos meses. La inflación en el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, disminuyó también, aunque se produjo de forma más moderada y fue consecuencia, en gran medida, de la desaceleración económica.

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el -0,2% en agosto, frente al -0,7% de julio (véase cuadro 6). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de agosto, la evidencia disponible sugiere que el aumento de la tasa de variación interanual del IAPC ha reflejado un efecto de base al alza de los precios del componente de energía, originado por el descenso de los precios del crudo registrado a finales de verano del 2008. Tal y como estaba previsto, los efectos de base asociados a las marcadas fluctuaciones de los precios del petróleo a lo largo de los dos últimos años han influido notablemente en el perfil de la inflación interanual medida por el IAPC, y seguirán haciéndolo. Aunque estos efectos de base moderaron la inflación de la zona del euro hasta julio del 2009, se espera que vuelvan a situar las tasas de inflación interanual en valores positivos en los próximos meses.

Cuadro 6 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Mar	2009 Abr	2009 May	2009 Jun	2009 Jul	2009 Ago
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	0,6	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2
Energía	2,6	10,3	-8,1	-8,8	-11,6	-11,7	-14,4	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	2,4	1,6	0,7	0,0	-1,1	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	1,6	1,2	1,0	1,1	0,8	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	.
Servicios	2,5	2,6	1,9	2,5	2,1	2,0	1,9	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	6,1	-3,2	-4,8	-5,9	-6,5	-8,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	36,5	39,0	42,8	49,5	46,5	51,1
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-29,1	-23,8	-22,8	-22,7	-22,9	.

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

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

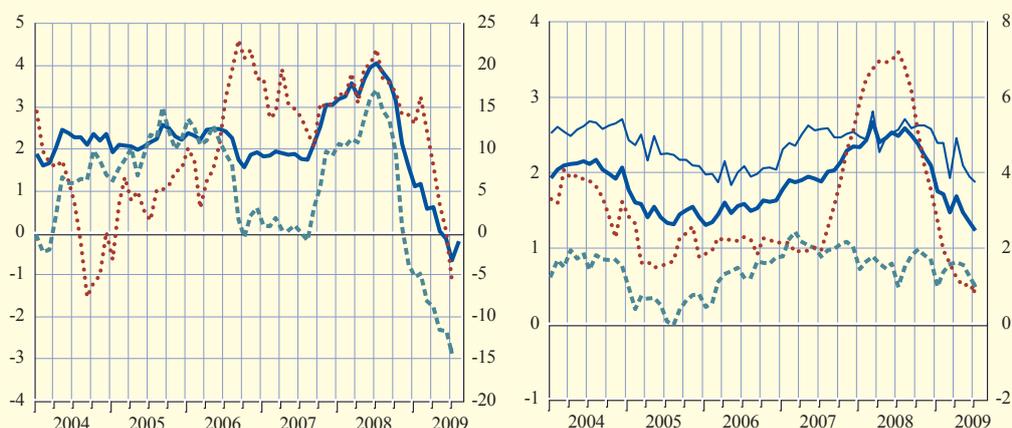
Por sectores, la volatilidad de los componentes de energía y alimentos del IAPC de la zona del euro ha estado estrechamente relacionada con la de los precios de las materias primas en los mercados internacionales. Las oscilaciones de los componentes energéticos del IAPC reflejan los efectos combinados de dos factores. Por un lado, las variaciones de los precios de componentes con un alto contenido de petróleo (como la gasolina, el gasóleo y los combustibles para calefacción), principalmente determinadas por las fluctuaciones de los precios mundiales del crudo y las modificaciones de los márgenes del refino. Por otro lado, las variaciones de los precios de los componentes energéticos del IAPC no derivados del petróleo (como el gas y la electricidad), que tienden a seguir los precios del crudo con cierto retraso. En julio del 2009, la tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó hasta el $-14,4\%$, tras haber crecido hasta más del 17% un año antes. El considerable descenso de la inflación en el componente energético del IAPC observado en los doce últimos meses fue reflejo, básicamente, de la reducción de las tasas de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos para transporte y calefacción y, en menor medida, de las variaciones de los precios del gas y de la electricidad. Sin embargo, es probable que se produzcan nuevos descensos en esta última categoría de bienes en los próximos meses (véase gráfico 40).

La inflación en los precios de los alimentos ha disminuido progresivamente desde la cota máxima alcanzada a mediados del 2008, siguiendo en general el perfil del componente energético. La disminución gradual de la inflación en los precios de los alimentos de la zona del euro puede atribuirse, fundamentalmente, a efectos de base a la baja derivados del fuerte aumento de los precios de las materias primas registrado hasta julio del 2008 y de su posterior caída, y a la debilidad de la demanda de consumo. Los efectos de base a la baja han influido especialmente en las variaciones de las tasas de inflación interanual de los componentes de alimentos del IAPC en los últimos meses. La tasa de variación interanual del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro se situó en el $-1,1\%$ en julio del 2009. Se observó una reducción paulatina de las presiones inflacionistas en la mayor parte de las partidas de este componente del IAPC, especialmente en las que están más expuestas a variaciones de los precios de las materias primas, como la

Gráfico 40 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- IAPC general (escala izquierda)
- ... Alimentos no elaborados (escala izquierda)
- - - Energía (escala derecha)
- IAPC general, excluidos energía y alimentos no elaborados (escala izquierda)
- ... Alimentos elaborados (escala derecha)
- - - Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)
- Servicios (escala izquierda)



Fuente: Eurostat.

carne. Además, la tasa de variación interanual de este componente acusó los efectos de mayores caídas de lo previsto de los precios de las frutas y hortalizas en el verano. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó al 0,8% en julio del 2009, desde el máximo del 7,2% alcanzado doce meses antes. También para este componente, la caída de la tasa de inflación interanual estuvo determinada, en gran medida, por las variaciones de los precios de las partidas más expuestas a las fluctuaciones de los precios de las materias primas, como los cereales, los productos lácteos y los aceites y las grasas.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ha mantenido en una moderada senda a la baja desde el inicio del año, situándose en el 0,5% en julio del 2009, ligeramente por debajo de la media del 0,8% registrada en el 2008. La disminución de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos se produjo en un contexto de debilidad de la demanda de consumo, unida a descensos de los precios industriales y, más recientemente, a las rebajas de verano. La evolución reciente de la inflación en los bienes industriales no energéticos estuvo determinada, en buena parte, por la contribución decreciente de los bienes de consumo duradero, especialmente de los automóviles. La tasa de variación interanual de los precios de los automóviles de la zona del euro se situó en el -0,7% en julio y reflejó los fuertes descuentos ofrecidos. Por el contrario, se observó una escasa reducción de la inflación en los bienes de consumo semiduradero, que constituyen una parte importante de los bienes industriales no energéticos y que reflejan, en gran medida, las variaciones de los precios de los artículos de vestir y del calzado. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no duradero disminuyó también de forma poco significativa en los últimos meses, tras haber seguido una trayectoria ascendente durante varios años, como resultado del aumento de los precios administrados (que afectan, por ejemplo, a los precios del suministro de agua) y de los precios de las materias primas.

La inflación en los precios de los servicios ha seguido reduciéndose ligeramente en los últimos meses, alcanzando el 1,9% en julio del 2009. En general, la inflación en los precios de los servicios se sitúa actualmente en torno al 2,5%, muy por debajo de la media de los dos últimos años, y más cerca de la media del período 2005-2006, es decir, el período anterior a la perturbaciones de los precios del petróleo y de los alimentos. En los últimos meses, la evolución de la inflación en los precios de los servicios ha seguido estando determinada por la contribución decreciente del componente de servicios personales y recreativos y, en menor medida, del componente de servicios de transporte, que había sido muy significativa hasta el tercer trimestre del 2008. Es probable que la debilidad de la demanda de consumo se haya traducido en recortes de los gastos no necesarios de los consumidores, mientras que la fuerte competencia en términos de precios habrá inducido a las empresas a trasladar a los consumidores las anteriores reducciones de los costes de los bienes intermedios, especialmente los relacionados con los precios de la energía y de los alimentos. En cuanto a los servicios de transporte, su reducida contribución reflejó, casi enteramente, la evolución del transporte aéreo de pasajeros, debido con toda probabilidad a las dificultades experimentadas por el sector del transporte aéreo como resultado de la caída de la demanda de servicios de transporte por negocios y vacaciones. Asimismo, la tendencia a la baja observada en la tasa de variación interanual de los precios de los servicios de comunicación y de vivienda continuó, aunque parece haber registrado cierta desaceleración.

En general, si se excluyen los componentes de alimentos y energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC, que se había mantenido prácticamente estable desde comienzos del 2007 hasta finales del 2008, ha mostrado cierta tendencia a la baja a partir del principio del presente año. En julio del 2009, la tasa de variación interanual de este agregado se situó en el 1,3%, unos 0,5 puntos porcentuales por debajo de la media anual de los años 2007 y 2008. El nuevo descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, reflejó, principalmente, las

debilidades del entorno macroeconómico. En el recuadro 5 se analiza la relación entre la actividad económica y la inflación, y se estudia por qué la inflación no está bajando más en respuesta a la fuerte caída de la actividad económica.

Recuadro 5

RELACIÓN ENTRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La actividad económica de la zona del euro ha caído de forma acusada en los últimos trimestres y se espera que siga dando muestras de debilidad a corto plazo, lo que indicaría que la diferencia entre la demanda y la oferta potencial, o la magnitud de la capacidad productiva no utilizada de la economía, se ha ampliado, posiblemente de forma significativa. Al mismo tiempo, el perfil de la inflación medida por el IAPC general se ha visto afectado por las variaciones de los precios de las materias primas, mientras que prácticamente todas las previsiones disponibles sitúan al IAPC, excluida la energía, en una lenta senda descendente este año y el siguiente. En el presente recuadro se intenta arrojar luz sobre la cuestión de por qué la inflación no se reduce en mayor medida como consecuencia de la fuerte caída de la actividad económica.

Aunque la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario, el equilibrio entre el producto agregado y la oferta potencial es un factor determinante de las presiones inflacionistas a corto plazo. La presión de la demanda sobre los recursos (la intensidad con la que las empresas utilizan los factores trabajo y capital existentes, y el grado de tensión en el mercado de trabajo) afecta a los costes de producción de las empresas, a su capacidad de fijación de precios y a sus decisiones en materia de precios.

Un método estándar para comprender esta relación es la curva de Phillips. En su formulación original, esta curva presentaba una relación simple a corto plazo entre la inflación y la tasa de desempleo. Las variantes modernas reconocen que la oferta potencial puede variar también con el tiempo, por lo que relacionan la inflación con desviaciones de la actividad económica con respecto a su nivel potencial: la brecha de producción¹. Asimismo, reconocen la influencia de las expectativas de las empresas y de los trabajadores en el proceso de determinación de los precios y salarios. Así pues, incluyen medidas de las expectativas de inflación, que pueden ser prospectivas (por ejemplo, expectativas recogidas en las encuestas) o más retrospectivas (expectativas expresadas en términos de inflación pasada), y reflejan que las expectativas pueden también formarse en respuesta a la evolución reciente de la inflación. Por último, los modelos de inflación intentan captar la influencia de algunos factores por el lado de la oferta, como variaciones de los precios del petróleo y de otras materias primas. Dado que las variaciones de estos precios tienden a transmitirse bastante rápidamente a la inflación medida por el IAPC general, los movimientos bruscos pueden influir de forma significativa en la inflación a corto plazo. Este hecho se ha observado muy claramente en los últimos años, en los que la subida y caída de los precios internacionales de las materias primas, especialmente de los alimentos y de la energía, han sido un factor determinante del fuerte ascenso y descenso de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro.

1 Para más información sobre las distintas medidas disponibles, véase el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», en el Boletín Mensual de octubre del 2000. A este respecto se considera la utilización de la capacidad productiva (de la que se ofrece una descripción más detallada en el recuadro 6 del presente Boletín Mensual), que mide la capacidad de producción excedente de las empresas. La brecha de producción es un indicador más amplio, que sintetiza la medida en que la actividad económica actual se sitúa por encima o por debajo de una capacidad de oferta agregada sostenible.

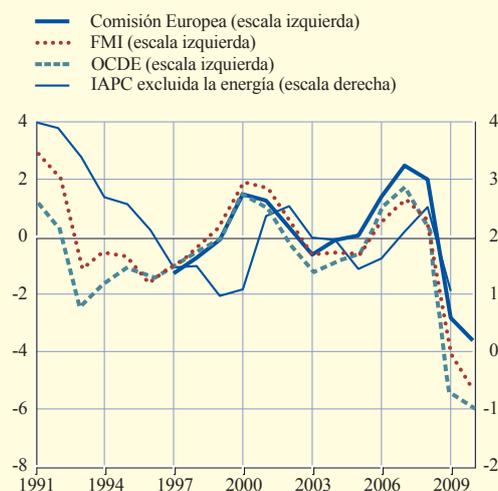
Sin embargo, en las dos últimas décadas, la capacidad de producción excedente ha registrado fluctuaciones relativamente moderadas, por lo que puede ser más difícil utilizar la curva de Phillips para determinar con precisión el impacto sobre la inflación y establecer con seguridad en qué medida la inflación puede verse afectada por la actual brecha de producción en la zona del euro. No obstante, la experiencia histórica tiende a sugerir que las fluctuaciones de la capacidad productiva no utilizada de la economía apenas han influido en el proceso inflacionista de la zona del euro. Como puede observarse en el gráfico, la relación entre la brecha de producción y la evolución de los precios no ha mostrado una tendencia clara en el pasado y, en promedio, sólo unas variaciones relativamente importantes de la brecha de producción influirían en la inflación de la zona del euro². Ésta es una de las razones por las que cabe esperar que la inflación de la zona del euro se mantenga razonablemente anclada, pese al intenso deterioro de la actividad.

Otro tema que dificulta la evaluación de la relación entre la inflación y el producto mediante la curva de Phillips es que no es fácil medir las brechas de producción con precisión³. La capacidad general de oferta de la economía no es observable y tiene que estimarse, lo que introduce inevitablemente cierto grado de incertidumbre. El gráfico, que recoge las estimaciones de las brechas de producción realizadas por distintos organismos internacionales, refleja esta incertidumbre. Aunque las medidas han tendido a mostrar movimientos en general coincidentes, ha habido períodos en los que se ha observado una falta de consenso respecto a la medida en que la demanda ha superado la oferta.

Por otro lado, la evaluación del producto potencial y de la capacidad productiva no utilizada de la economía adolece de una elevada incertidumbre en tiempo real. Ello puede ser particularmente cierto en las circunstancias actuales, en las que no se puede establecer claramente la medida en que la fuerte desaceleración de la actividad refleja el impacto negativo de factores por el lado de la oferta, que reducirían el producto potencial de forma significativa. En efecto, es posible que la recesión actual haya dado también lugar a una reducción de la oferta potencial, a través de una caída del nivel del producto potencial, o de una ralentización del crecimiento futuro, o de ambas. Esta caída del nivel del producto potencial puede haber sido resultado, por ejemplo, de un ajuste brusco del exceso de capacidad acumulado antes de la crisis financiera por el desecho (*scrapping*) del capital físico o por una mayor depreciación de inversiones anteriores. En el contexto 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 incrementar el nivel de paro estructural. En la medida en que estos

Medidas de la brecha de producción y de la inflación medida por el IAPC excluida la energía en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos anuales)



2 Véanse, por ejemplo, A. Musso, L. Stracca y D. von Dijk, «Instability and nonlinearity in the euro area Phillips curve», Working Paper series, n.º 811, BCE, septiembre 2007, y G. Fagan y J. Morgan, *Econometric models of the euro area central banks*, Edward Elgar Press, 2005.

3 Véase el recuadro 5, titulado «La fiabilidad o no fiabilidad de las estimaciones sincrónicas de la brecha de producción», en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

Fuentes: Comisión Europea, FMI, OCDE y Eurostat.
Notas: Las estimaciones de las brechas de producción de los años 2009 y 2010 son proyecciones. Para el año 2009, los datos del IAPC, excluida la energía, están basados en las observaciones mensuales disponibles.

factores implican un descenso del producto potencial de la zona del euro, ello sugeriría que la magnitud de la capacidad productiva no utilizada de la economía es inferior a lo que indican las estimaciones del gráfico y que las presiones inflacionistas presentes en la zona del euro podrían ser más moderadas que en el caso de una desaceleración determinada únicamente por la demanda⁴.

Existen otras explicaciones de por qué se espera que la inflación se mantenga relativamente anclada, pese a la fuerte caída de la demanda. Un factor clave, captado por la curva de Phillips, es que las expectativas de inflación contribuyen notablemente a configurar la evolución de la inflación. A lo largo del año pasado, las expectativas de inflación a medio plazo de la zona del euro se han mantenido firmemente ancladas en un nivel próximo al 2%.

Otra cuestión a considerar es que algunas características estructurales de la economía pueden suponer importantes no linealidades o asimetrías en la respuesta de los precios a cambios en la actividad económica. Por ejemplo, las empresas pueden ser más reacias a bajar los precios que a subirlos, los trabajadores pueden resistirse a aceptar reducciones de los salarios nominales, los contratos pueden renegociarse a intervalos infrecuentes y los salarios pueden indiciarse con la evolución pasada de los precios⁵. Estas rigideces de los precios y salarios moderarían la respuesta desinflacionista al deterioro de la situación económica.

Por consiguiente, existen en general varias razones por las que se espera que la inflación se mantenga relativamente anclada, pese al fuerte deterioro de la situación económica que se ha venido registrando en la zona del euro hasta hace poco. Cabe esperar que la capacidad productiva no utilizada de la economía influya escasamente en el proceso inflacionista de la zona del euro en los próximos trimestres. Persiste una elevada incertidumbre respecto a la magnitud de la capacidad productiva no utilizada de la economía y al papel de la brecha de producción en la configuración del perfil de la inflación. En particular, no se puede establecer claramente la medida en que la fuerte desaceleración de la actividad económica refleja el impacto negativo de factores por el lado de la oferta que podrían haber reducido el producto potencial. Es posible que la actual recesión haya supuesto también una reducción de la oferta potencial, lo que implicaría la existencia de una brecha de producción más pequeña y de presiones inflacionistas más moderadas. Por otra parte, la curva de Phillips muestra que, mientras que la capacidad productiva no utilizada de la economía puede contribuir a variaciones de la inflación a corto plazo, unas expectativas de inflación firmemente ancladas son también un importante factor determinante del proceso inflacionista.

4 Para un análisis más detallado, véase el recuadro 4, titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín mensual de julio de 2009.

5 Para más información sobre la fijación de precios en la zona del euro, véase el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2005.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

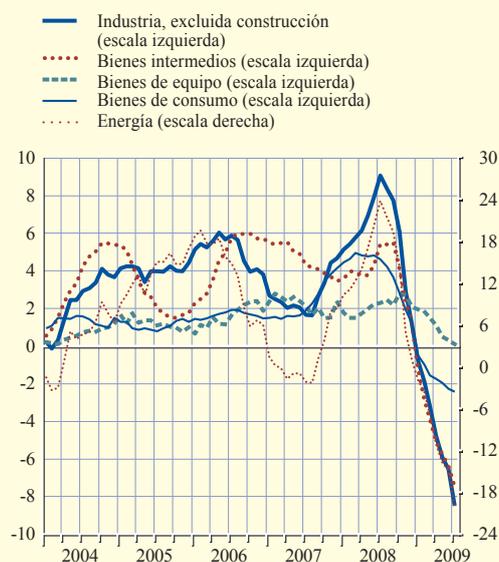
Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han vuelto a reducir en los últimos meses y se mantienen en una senda muy moderada. La tasa de variación interanual de los precios industriales excluida la construcción, que se había tornado negativa al inicio del año, ha seguido disminuyendo a un ritmo sostenido en los últimos meses. Todos los componentes contribuyeron a este descenso, aunque los precios de la energía y de los bienes intermedios lo hicieron de forma más especial, debido a la escasa demanda de productos industriales y a efectos de base a la baja. El descenso de la inflación en los precios industriales estuvo determinado inicialmente por los precios de la energía y de los bienes intermedios y se extendió posteriormente a las últimas fases de la cadena de producción, en las que algunos componentes registraron tasas de variación interanual negativas. La evolución de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo sugiere la existencia de presiones a la baja sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

La tasa de variación interanual de los precios industriales cayó al $-8,5\%$ en julio del 2009, desde un nivel superior al 9% en el mismo mes del año anterior. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales registró en julio una nueva caída, hasta el -4% , a la que contribuyeron todos los subcomponentes. Las tasas de variación interanual de todos los componentes alcanzaron niveles negativos sin precedentes, a excepción del componente de bienes de equipo, que permaneció en valores ligeramente positivos (véase gráfico 41). Pese a ello, en conjunto la trayectoria a corto plazo de los componentes de energía y bienes intermedios parece haberse invertido en los últimos meses, muy probablemente en respuesta al aumento generalizado de los precios del petróleo y de las materias primas industriales, en tasa intermensual, y como consecuencia de la estabilización de la demanda en niveles reducidos. Por consiguiente, la evolución a corto plazo señala que, en conjunto, las presiones latentes a la baja sobre los precios están disminuyendo. Por otro lado, los fuertes efectos de base derivados de la inversión, iniciada en agosto del 2008, del repunte de los precios del crudo elevará la tasa de variación interanual de los precios industriales en los próximos meses.

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas señala también una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 42). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios y el índice de precios cobrados en el sector manufacturero se han elevado desde abril del 2009, muy probablemente como resultado de los incrementos intermensuales de los precios de las materias primas y de las menores presiones para rebajar los precios a efectos de estimular las ventas. En agosto del 2009, ambos índices aumentaron de forma significativa. El índice de precios de los bienes intermedios volvió a niveles que no se observaban desde octubre del 2008 y el índice de precios cobrados

Gráfico 41 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

alcanzó su cota más alta en el año. En el sector servicios, las presiones a la baja sobre los precios se han estabilizado en los últimos meses. En comparación con el sector manufacturero, los índices de este sector han experimentado un menor descenso desde el tercer trimestre del 2008. En particular, el índice de precios de los bienes intermedios ha disminuido mucho menos, probablemente debido a que, contrariamente a lo que ocurre en el sector manufacturero, incluye los costes laborales, que se han visto menos afectados que los demás costes de los bienes intermedios. Las cifras de agosto, si vienen confirmadas por los indicadores de producción y demanda en los próximos meses, indican que las presiones a la baja se están atemperando rápidamente. Sin embargo, pese a estos recientes aumentos, todos los índices se mantienen por debajo de 50, el nivel teórico en el que no se produce ningún cambio, y siguen señalando que, en promedio, los precios están bajando en relación con el mes anterior, aunque a un ritmo mucho más lento que en los últimos meses.

Gráfico 42 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.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

El crecimiento de los costes laborales, que alcanzó niveles máximos a finales del 2008, está dando claras muestras de desaceleración, como reflejo de un menor crecimiento de los salarios y de la disminución de las horas trabajadas. Esta evolución ha originado algunas diferencias en el ritmo de descenso de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado (véanse gráfico 43 y cuadro 7).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro, el único indicador de costes laborales actualmente disponible para el conjunto del segundo trimestre del 2009, descendió desde el 3,2% del primer trimestre del 2009 hasta el 2,7% del segundo trimestre, la mayor caída trimestral registrada desde 1996. Es probable que esta reducción sea reflejo de la menor capacidad de nego-

Cuadro 7 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

ciación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del marcado aumento del desempleo y del pronunciado descenso de la inflación. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados, situada en el 2,7% en el segundo trimestre del 2009, se mantiene en un nivel igual o superior al observado en cualquier otro trimestre entre los años 1996 y 2007. Por consiguiente, los salarios negociados siguen registrando un crecimiento interanual elevado en la zona del euro, tras los fuertes incrementos observados en el 2008. Dado que este indicador refleja los aumentos salariales pactados en los convenios colectivos, el hecho de que se haya visto relativamente menos afectado 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 comenzara a contraerse en la zona del euro. Si se considera que los salarios negociados responden a cambios en la situación económica con cierto retraso, es probable que este indicador vuelva a bajar.

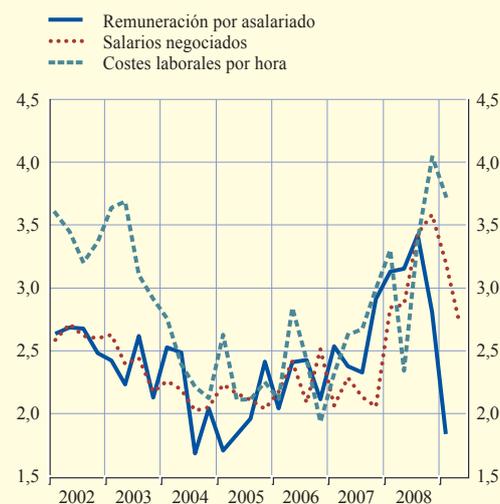
El indicador de salarios negociados refleja el principal componente de los salarios pactado anticipadamente, pero no recoge la evolución de otros componentes de la remuneración, como las cotizaciones sociales de las empresas, y los componentes flexibles de la remuneración, como las primas. La evolución de estos componentes queda reflejada en los otros dos indicadores utilizados para realizar un seguimiento de la evolución de los costes laborales en la zona del euro, es decir, los costes laborales por hora y la remuneración por asalariado. La principal diferencia entre estos indicadores reside en el hecho de que los costes laborales se calculan por hora, mientras que la remuneración por asalariado refleja los costes por empleado.

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 crecimiento todavía elevado de los costes laborales por hora se debe, en gran medida, a convenios colectivos anteriores y al impacto de varias medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por empleado, ya que el menor número de horas trabajadas va acompañado con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración, tal y como ocurre, por ejemplo, en Alemania, con la implantación de la flexibilidad horaria¹. Debido a que el sector industrial es el que se vio más afectado por estas medidas de ajuste, en el primer trimestre del 2009 los costes laborales por hora aumentaron más en este sector, concretamente un 6,1%, frente a un 3,6% en la construcción y un 2,4% en los servicios (véase gráfico 44).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 1,8% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,8% del cuarto trimestre del 2008. Esta fuerte caída fue también resultado del menor

Gráfico 43 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

¹ Véase también 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.

número de horas trabajadas, de recortes en los componentes flexibles de las remuneraciones y, sobre todo, de los fuertes descensos observados en Alemania, Italia, Países Bajos y Bélgica, asociados a los horarios laborales reducidos extensamente utilizados en estos países para recortar el número de horas trabajadas por asalariado. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en el primer trimestre estuvo determinada, en primer lugar, por la evolución de los servicios de mercado (comercio, transporte, comunicaciones, actividades financieras y empresariales) y de la industria, excluida la construcción. Se observaron descensos más moderados en la construcción y en los servicios no de mercado.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado bajó rápidamente, desde el -1,6% del último trimestre del 2008, hasta el -3,6% del primer trimestre del 2009, ya que el descenso del empleo fue menos acusado que la contracción de la actividad económica. Pese a la reducción de la remuneración por asalariado, la acelerada caída de la productividad originó, a su vez, un marcado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, desde el 4,5% del cuarto trimestre del 2008, hasta el 5,6% del primer trimestre del 2009, un nuevo máximo desde el inicio de la UEM. Sin embargo, la productividad por hora disminuyó mucho menos, dado que el ajuste del empleo en la actual recesión se ha producido más en términos de horas trabajadas que de número de asalariados, debido a las medidas especiales implantadas en varios países de la zona del euro (véase sección 4.2).

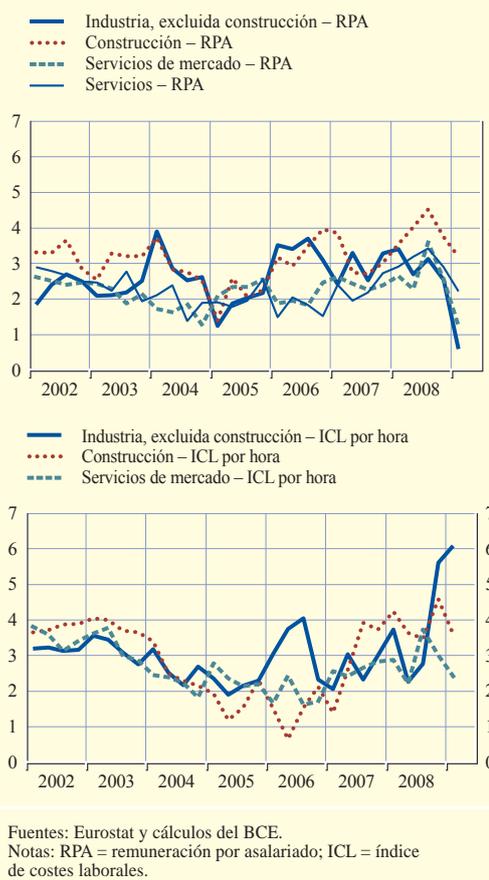
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En el primer trimestre del 2009, los beneficios empresariales de la zona del euro disminuyeron un 8,3%, en tasa interanual, acentuando la tendencia a la baja observada desde mediados del 2007. La fuerte contracción registrada en el primer trimestre, la más acusada hasta la fecha, fue consecuencia de la caída de la actividad económica (volumen) y del descenso del margen por unidad de producto (véase gráfico 45). Los beneficios por unidad de producto disminuyeron, principalmente, como resultado del elevado crecimiento de los costes laborales unitarios, ante la debilidad de la demanda y la dificultad para las empresas de trasladar estos costes a los precios finales, y pese a la reducción de las presiones externas sobre los precios, como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas.

Por lo que se refiere a la evolución registrada en las principales ramas de actividad (industria y servicios de mercado), la contracción de los beneficios fue particularmente pronunciada en la industria, con una

Gráfico 44 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



tasa interanual que superó el 33% en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico 46). Esta contracción fue más acusada en la industria que en las demás ramas de actividad, como resultado, en gran medida de la mayor caída de la actividad en este sector, debido a su carácter más cíclico, y a la elevación de los costes laborales unitarios. La última vez que los beneficios disminuyeron en tasa interanual en la industria fue a mediados del 2003. Además, la tasa de crecimiento interanual de los beneficios de los servicios de mercado descendió también en el primer trimestre del 2009, por primera vez desde el inicio de la serie en 1996.

Más allá de los datos de contabilidad nacional, la actual contracción de la actividad económica y el elevado nivel de los costes laborales unitarios ejercerán probablemente presiones a la baja adicionales sobre los beneficios empresariales en lo que queda del 2009. Las muestras de debilidad de los beneficios empresariales de la zona del euro tendrán posiblemente repercusiones negativas para las perspectivas de empleo y de inversión.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán estando determinadas por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Como consecuencia de estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan a valores positivos en los próximos meses.

A más largo plazo, cabe esperar que la inflación siga siendo positiva y que los precios y costes se mantengan en una senda 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.

Estas perspectivas concuerdan con las proyecciones macroeconómicas de septiembre del 2009 elaboradas

Gráfico 45 Detalle del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 46 Evolución de los beneficios por principales ramas de actividad en la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

dos por los expertos del BCE, según las cuales la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situará entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009 y entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010, lo que supone una ligera revisión al alza con respecto a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio del 2009, reflejo, en gran medida, de las revisiones al alza de los precios energéticos. 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 habrá de llevarse a cabo en los próximos años.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la primera estimación de Eurostat la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009, contrayéndose un 0,1% con respecto al trimestre anterior. Los indicadores para el tercer trimestre del 2009 procedentes de las encuestas respaldan la opinión de que la economía de la zona del euro se está estabilizando. En el futuro próximo, la zona del euro debería seguir beneficiándose de la recuperación de las exportaciones, de las medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas hasta ahora para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que la contribución del ciclo de existencias sea positiva. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada, y la persistente volatilidad de los datos exige que la información disponible se interprete con cautela. En general, se prevé que la recuperación sea bastante desigual, dado el carácter temporal de algunos de los factores en los que se sustenta y de la corrección de balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, dentro y fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

Este análisis está básicamente de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2009. Según estas proyecciones, el crecimiento medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -4,4% y el -3,8% en el 2009 y entre el -0,5% y el 0,9% en el 2010. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio del 2009, estos datos suponen una revisión al alza de los intervalos tanto para el 2009 como para el 2010, como consecuencia, principalmente, de la evolución más favorable y de la información reciente. Las predicciones realizadas por las organizaciones internacionales son bastante similares a las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de septiembre del 2009.

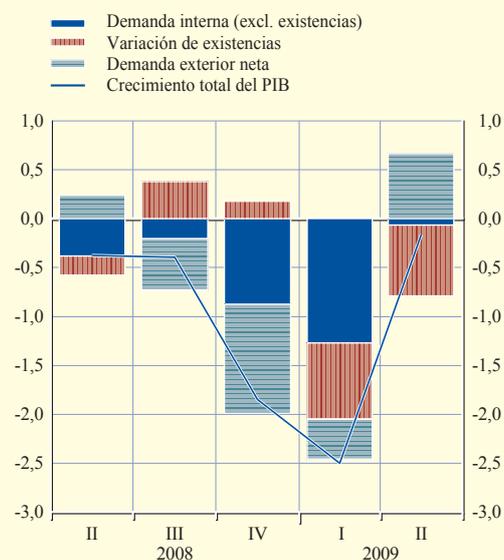
4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de contracción de la actividad en la zona del euro se desaceleró de forma acusada en el segundo trimestre del 2009, debido en parte al comportamiento de las exportaciones, que fue mejor de lo esperado. Según la primera estimación de Eurostat, publicada el 2 de septiembre, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, tras un descenso del 2,5% en el primero. Esta estimación del PIB para el segundo trimestre confirma la opinión de que el punto de inflexión en la reducción de la actividad en la zona del euro se produjo en el primer trimestre (véase gráfico 47). Los datos procedentes de las encuestas de opinión señalan que el crecimiento de la zona del euro siguió siendo débil, pero estable, en el tercer trimestre del 2009.

La moderación observada en el descenso del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre puede atribuirse, en parte, al hecho de que las exportaciones se han estabilizado tras el colapso del comer-

Gráfico 47 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cio internacional que se observó en el último trimestre del 2008 y en el primero del 2009. En el segundo trimestre, la demanda interna registró también un retroceso menor que en los dos trimestres anteriores. La desagregación del gasto en el segundo trimestre confirma este panorama. Al mismo tiempo, las existencias siguieron realizando una considerable contribución negativa al crecimiento. En los siguientes apartados se examina la evolución de la demanda con más detalle.

CONSUMO PRIVADO

El gasto de los hogares se estabilizó en el segundo trimestre del 2009, tras haberse contraído de forma acusada en los dos trimestres previos. Según la primera estimación de Eurostat, el crecimiento del consumo privado se situó en el 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009. Tanto los indicadores como los datos procedentes de las encuestas de opinión relativos al gasto de los hogares señalan que el consumo privado seguirá siendo relativamente moderado en lo que resta de año.

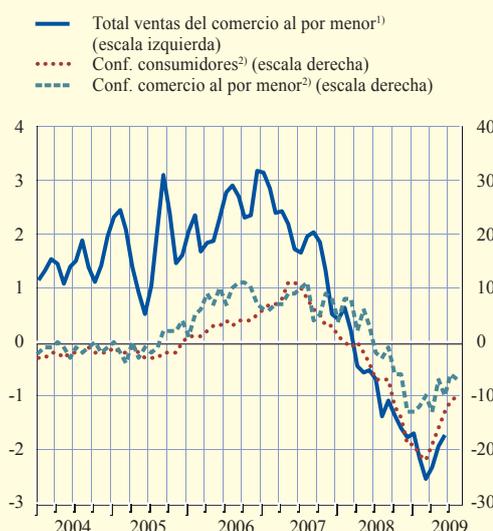
Los datos indican que la confianza del comercio al por menor y la confianza de los consumidores han aumentado en los últimos meses, tras haber alcanzado niveles históricamente reducidos durante la primavera (véase gráfico 48). Si se examina con más atención la confianza de los consumidores se constata que la recuperación que se observa en el índice general a partir del mínimo registrado en marzo se debe, principalmente, a la mejora observada en la valoración de los consumidores en relación con la situación económica general, así como a la opinión algo menos pesimista con respecto al desempleo. La percepción de los hogares relativa a su situación financiera y a sus ahorros mejoró ligeramente durante el mismo periodo.

En lo que se refiere a los datos cuantitativos sobre el gasto en consumo, la reciente dinámica del comercio al por menor apunta a que la senda de descenso observada desde mediados del 2008 ha tocado fondo. En términos intertrimestrales, el comercio al por menor cayó un 0,2% en el segundo trimestre del 2009, frente al retroceso del 0,6% experimentado en el primer trimestre. Si se examinan los subcomponentes se observa que el descenso de las ventas del comercio al por menor en el segundo trimestre es atribuible, principalmente, al componente no alimenticio. Esta contracción podría reflejar en parte los efectos de sustitución de otros productos menos indispensables por la adquisición de automóviles. Ciertamente, el impacto de los incentivos fiscales a la compra de automóviles en algunos países se puede deducir de los datos relativos a las matriculaciones de automóviles, que muestran una tasa de crecimiento intertrimestral del 12,3% en el segundo trimestre del 2009. La tasa de crecimiento de las ventas de los productos alimenticios se situó en territorio positivo en el segundo trimestre.

En cuanto a los determinantes del consumo privado, la renta real disponible de los hogares se ha visto relativamente poco afectada durante la desaceleración de la actividad económica. Esta variable se ha visto respaldada por tres factores principales. En primer lugar, la típica rigidez de los

Gráfico 48 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

salarios (atribuible, en gran medida, a la duración de los convenios colectivos) en el contexto de una fuerte contracción de la actividad ha apoyado a esta variable. En segundo lugar, el atesoramiento de trabajo y las ayudas públicas para ajustar las horas de trabajo han respaldado el empleo y, por lo tanto, la renta disponible. En tercer lugar, la caída de la inflación general es un factor que ha contribuido, asimismo, a la resistencia de la renta real disponible. De cara al futuro, se prevé que la tasa de crecimiento de la renta real disponible de los hogares se modere debido principalmente a la conjunción de un menor crecimiento de los salarios y de una mayor destrucción del empleo (véase sección 4.2). No obstante, es probable que la inflación más reducida que se espera en los próximos meses compense lo anterior.

Los efectos riqueza, que se derivan de variaciones en el precio de los activos financieros y de los inmuebles, han influido también en el consumo agregado, tanto directamente (en el caso de los hogares que poseen tales activos) como indirectamente, a través de los canales de confianza. Desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros hace dos años, la evolución de los activos financieros e inmobiliarios en la zona del euro ha tenido un efecto adverso sobre la riqueza de los hogares (y ha contribuido, asimismo, a aumentar la tasa de ahorro). Desde comienzos del 2009, los mercados de valores de la zona del euro se han recuperado considerablemente, si bien que, en muchos países, los precios de los inmuebles residenciales han descendido. Aunque esta evolución podría afectar al consumo (a través de los canales directos e indirectos que se acaban de mencionar), el impacto económico real de las fluctuaciones a corto plazo de los precios de los activos financieros e inmobiliarios no debería sobrevalorarse. De hecho, la evidencia empírica disponible indica que la propensión al consumo ante variaciones en la riqueza financiera e inmobiliaria es relativamente reducida en la zona del euro.

Las variaciones en la propensión de los consumidores a ahorrar también constituyen un determinante importante para evaluar el comportamiento del consumo. Como consecuencia de la mayor incertidumbre económica y financiera, la tasa de ahorro de los hogares aumentó en el 2008 y a comienzos del 2009. La incertidumbre macroeconómica y financiera, que sigue siendo elevada, la reducción de la riqueza, así como las condiciones del mercado de trabajo, contribuirán probablemente a que la propensión al ahorro en el segundo semestre del 2009 sea mayor. Es de esperar que los niveles de ahorro sean elevados en los países en los que se ha observado un importante deterioro de los mercados de trabajo o pronunciados descensos en el precio de la vivienda o en los que los hogares están muy endeudados.

En resumen, se prevé que el consumo siga siendo relativamente moderado en lo que resta del 2009, sobre todo porque se espera un nuevo deterioro de los mercados de trabajo. No obstante, podría darse el caso de que el consumo fuera más vigoroso de lo esperado. Este escenario podría materializarse si los efectos derivados de las amplias medidas de estímulo macroeconómico adoptadas son más importantes de lo previsto o si la confianza mejora con más rapidez de lo que se espera actualmente. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que los hogares opten por seguir aumentando sus ahorros en previsión de que se adopte una política fiscal más restrictiva en el futuro. Por último, se observa una cierta incertidumbre en relación con la manera en la que se verá afectado el consumo privado cuando se supriman los planes actuales que incentivan la adquisición de nuevos automóviles.

INVERSIÓN

Al igual que en episodios anteriores de desaceleración económica, la formación de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la pronunciada contracción actual. Tanto la inversión empresarial como la inversión en construcción han registrado un fuerte retroceso desde comienzos del 2008, como consecuencia de la debilidad de la demanda, de la menor confianza empresarial, del crecimiento negativo de los ingresos, del nivel históricamente bajo de la utilización de la capacidad productiva y del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. En el segundo trimestre del 2009,

la inversión se contrajo un 1,3%, en tasa intertrimestral. No obstante, este descenso fue menor que el observado en el primer trimestre, cuando la inversión cayó un 5,3%.

De cara al futuro, la inversión empresarial (principalmente en activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) está muy influida por la demanda de consumo y por los costes totales de financiación, pero también por factores propios de las empresas, tales como el apalancamiento y la capacidad de acceder a la financiación (bien directamente en los mercados o indirectamente a través de la financiación bancaria). En primer lugar, se espera que la demanda interna se estabilice, aunque seguirá siendo relativamente moderada, por lo que su apoyo a la inversión será limitado. Así pues, la debilidad de la demanda y la escasa utilización de la capacidad productiva atenuarán, probablemente, la necesidad de las empresas de invertir en activos utilizados en la producción. La desagregación del PIB real de la zona del euro por el lado del gasto pone de manifiesto que la fuerte caída de las exportaciones se detuvo en el segundo trimestre del 2009. En igualdad de condiciones, la recuperación de la demanda mundial debería sostener, en cierta medida, a la inversión de la zona del euro, dado que la demanda exterior está compuesta principalmente por la demanda de bienes, cuya producción requiere más capital.

En segundo lugar, distintas medidas de los costes de financiación de las empresas indican que éstos serán mucho menores durante el 2009 (véase sección 2). La normalización esperada en los mercados financieros contribuirá, probablemente, a mantener los costes de financiación en niveles reducidos en el futuro próximo y, por lo tanto, ayudará a mitigar la contracción que se espera se produzca en la inversión. En tercer lugar, los factores propios de las empresas, tales como el apalancamiento y la capacidad de acceder a la financiación, son también factores fundamentales en la dinámica de la inversión. Diversos indicadores sugieren que, desde una perspectiva histórica, el apalancamiento es relativamente elevado en la actualidad entre las sociedades no financieras de la zona del euro (véase gráfico 34 la sección 2). Además, la evidencia procedente de la última encuesta sobre préstamos bancarios muestra un endurecimiento neto acumulado de los criterios de aprobación de préstamos y líneas de crédito a las sociedades no financieras en un contexto de moderación de los flujos netos de crédito. Sin embargo, la última encuesta puso de manifiesto que, en el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades de crédito que informaban de un endurecimiento de los criterios se redujo a la mitad con respecto al registrado en el primer trimestre (véase recuadro 2 en el Boletín Mensual de agosto del 2009).

La inversión en construcción, que incluye los inmuebles residenciales y comerciales, representa casi la mitad de la inversión total y, por lo tanto, la evolución observada en la construcción tiene una influencia significativa en la inversión agregada. Además de los factores mencionados anteriormente (demanda de consumo, costes de financiación totales y factores propios de las empresas), la inversión en construcción también está determinada por la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales. De cara al futuro, es probable que las posibles correcciones del precio de los inmuebles residenciales y comerciales, junto con las moderadas perspectivas de demanda de viviendas y de edificios comerciales, frenen la inversión en construcción en el futuro próximo.

En resumen, se prevé que la inversión agregada de la zona del euro seguirá siendo moderada y es probable que continúe contrayéndose en el segundo semestre del 2009, a consecuencia de la escasa utilización de la capacidad productiva, de la debilidad de la demanda tanto exterior como interna, y de las moderadas perspectivas existentes en lo que se refiere al mercado de la vivienda de la zona del euro.

CONSUMO PÚBLICO

Tras registrar un crecimiento del 0,7% en el primer trimestre del 2009, el consumo público aumentó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Es probable que esta variable siga proporcionando

cierto respaldo a la demanda interna en el segundo semestre 2009, pues se compone habitualmente del gasto en servicios colectivos tales como defensa, justicia, sanidad y educación y tiende a estar menos expuesta a la evolución cíclica que otros componentes de la demanda. También se espera que el apoyo que recibe la demanda del consumo público continúe siendo positivo en el 2010, aunque algo más moderado.

Sin embargo, no se espera que los actuales paquetes de estímulo fiscal afecten al consumo público. En el período 2009-2011, se prevé que más de la mitad del apoyo fiscal al crecimiento del PIB provenga de la inversión pública, y el resto, de las transferencias a hogares y de las variaciones de los impuestos sobre las rentas del trabajo.

EXISTENCIAS

El perfil de las existencias observado durante la actual desaceleración básicamente está en línea con la experiencia histórica. En general, cuando comienza una recesión se registra una acumulación involuntaria de existencias, pues el ajuste de la producción a la caída de la demanda se produce con cierto retraso. Este período va seguido de un proceso de desacumulación, al tratar las empresas de reducir el nivel de sus existencias recortando la producción de forma más drástica de lo que hubiera justificado la contracción esperada de la demanda. Cuando la economía se recupera, el nivel de existencias comienza a aumentar de nuevo. Para obtener más información, véase también el recuadro titulado «Evolución reciente de la acumulación de existencias», en el Boletín Mensual de mayo del 2009.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el segundo semestre del 2008, debido a que las empresas incrementaron inicialmente sus *stocks*, posiblemente porque se vieron sorprendidas por la rapidez y la amplitud de la desaceleración de la demanda mundial e interna. Los datos relativos al primer y segundo trimestres del 2009 muestran que esa tendencia se invirtió y que la aportación de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro fue negativa en esos trimestres. De cara al futuro, la evidencia anecdótica sugiere que el ritmo de desacumulación podría ralentizarse y que algunas empresas podrían incluso empezar a reponer sus existencias. Como consecuencia, es probable que las existencias contribuyan positivamente el crecimiento del PIB de la zona del euro del segundo semestre del 2009. Sin embargo, la magnitud de la contribución sigue siendo incierta. Si la demanda se recupera rápidamente y las empresas revisan sus expectativas sobre las perspectivas futuras, puede que quieran reaccionar con relativa rapidez. Por otra parte, el elevado nivel de incertidumbre existente acerca de la demanda tanto interna como exterior podría hacer que las empresas adoptaran una actitud bastante cauta a la hora de ajustar sus existencias, lo que significaría que la contribución positiva de las existencias sería bastante moderada.

COMERCIO

La desagregación del PIB real por el lado del gasto en el segundo trimestre del 2009 confirma que la sustancial caída de las exportaciones de la zona del euro que se observó en los dos trimestres anteriores ha terminado. En el segundo trimestre, las exportaciones de la zona del euro se redujeron un 1,1%, frente a las contracciones del 7,2% y del 8,8% registradas en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, respectivamente. Las importaciones descendieron un 2,8% en el segundo trimestre, tras retrocesos del 4,7% y de 7,8% en los dos trimestres anteriores. Por consiguiente, en el segundo trimestre del 2009 la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real de la zona del euro fue positiva por primera vez desde el segundo trimestre del 2008.

Los indicadores sugieren cada vez más que la actual recesión mundial está tocando fondo, favorecida por las importantes medidas de estímulo adoptadas a nivel mundial y por la mejora de las condiciones de financiación en segmentos clave de los mercados (véase sección 1). Durante el desplome del comer-

cio internacional a finales del 2008 y comienzos del 2009, la demanda de bienes de equipo de la zona del euro se vio especialmente afectada. Es probable que las recientes señales de mejora observadas en la demanda exterior provoquen, asimismo, una cierta recuperación de la demanda de bienes de equipo, que debería favorecer a las empresas de la zona del euro con actividad exportadora. Sin embargo, como se espera que la recuperación de la zona del euro vaya a la zaga de la recuperación internacional de la actividad económica, se prevé que el crecimiento de las importaciones sea algo más lento que el crecimiento de las exportaciones.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Desde una perspectiva del valor añadido, y en consonancia con la evolución de la producción industrial, el sector industrial siguió contrayéndose en el segundo trimestre del 2009, mientras que el crecimiento intertrimestral del valor añadido de los servicios retornó a tasas positivas, tras haber retrocedido durante los dos trimestres anteriores.

La situación del mercado laboral han seguido deteriorándose (véase más adelante la sección sobre el mercado de trabajo). La tasa de paro de la zona del euro se elevó hasta el 9,5% en julio, un aumento de 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes anterior. En el primer trimestre del 2009 el crecimiento del empleo se contrajo un 0,9% en tasa intertrimestral.

PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El producto de la zona del euro cayó de forma acusada en la última parte del 2008 y en el primer trimestre del 2009, y se estabilizó en el segundo trimestre. Como resultado, la capacidad productiva sin utilizar en la economía aumentó y las presiones sobre la capacidad de producción de las empresas disminuyeron con rapidez. En julio, la utilización de la capacidad productiva en la industria había caído, hasta situarse en un nuevo mínimo histórico del 69,5%, muy por debajo del nivel medio a largo plazo y muy por debajo también del mínimo alcanzado durante la recesión de los años noventa. La utilización de la capacidad productiva se encuentra en sus niveles mínimos en las principales ramas de actividad, pero éstos son aún más bajos en las ramas de bienes intermedios y de equipo. Según las encuestas de la Comisión Europea relativas a la industria y a los servicios, las empresas informan de que la demanda insuficiente es con mucho el factor que más limita el crecimiento, mientras que la importancia de las restricciones financieras, aunque ha aumentado algo recientemente, parece ser relativamente moderada (véase recuadro 6).

Si se examina la evolución del PIB real en el segundo trimestre del 2009 desde una perspectiva del valor añadido se observan algunas diferencias entre los sectores. La actividad en la industria (excluida la construc-

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA EN LA ZONA DEL EURO Y FACTORES QUE LIMITAN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La economía de la zona del euro ha registrado un acusado descenso del PIB en la actual recesión. Si se mide desde el máximo alcanzado en el primer trimestre del 2008 hasta el segundo trimestre del 2009, la reducción del 5% del PIB casi duplica el retroceso observado en la recesión más severa registrada desde 1970. La actividad se ha visto afectada significativamente en todos los sectores eco-

nómicos, pero, al igual que en recesiones anteriores, la actividad industrial ha sido la que se ha llevado la peor parte. Si bien la primera estimación completa de las cuentas nacionales efectuada por Eurostat para el segundo trimestre del 2009 muestra una fuerte moderación en el ritmo de descenso del PIB, los datos de valor añadido apuntan a una considerable caída de la actividad industrial en ese trimestre, aunque de menor magnitud que en los dos trimestres anteriores. En este recuadro se analiza cómo ha evolucionado la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial de la zona del euro a raíz de la marcada contracción de la actividad en ese sector. Basándose en los datos de las encuestas de la Comisión Europea, en este recuadro también se examinan los factores que han limitado la actividad de la zona en el pasado reciente.

Utilización de la capacidad productiva en el sector industrial de la zona del euro

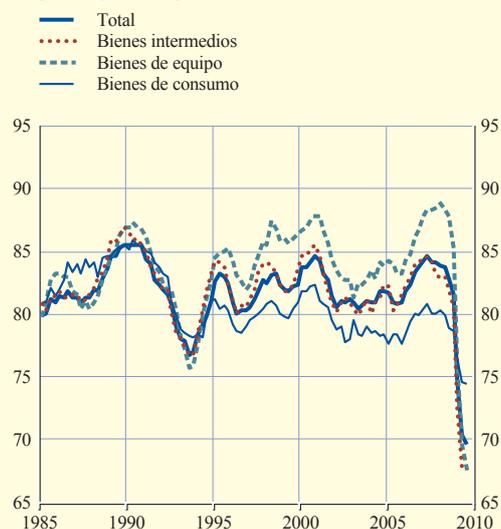
La tasa de utilización de la capacidad productiva, un indicador que muestra la capacidad productiva no utilizada en la industria, ha caído repetidamente en la zona del euro durante los últimos trimestres, hasta situarse en mínimos históricos (véase gráfico A). Tras unos descensos excepcionalmente pronunciados en enero y en abril del 2009, la utilización de la capacidad productiva siguió decreciendo en julio del 2009, aunque a un ritmo más moderado, en consonancia con la reciente desaceleración del ritmo de disminución de la actividad industrial. En julio, la tasa de utilización de la capacidad productiva de la zona del euro se situó en el 69,5%, porcentaje significativamente inferior al 81,6%, su media de largo plazo desde que se inició la serie en 1985, y también muy por debajo del mínimo cíclico alcanzado en la recesión de 1999-1993.

Existen considerables diferencias entre las principales ramas de actividad en lo que se refiere a la utilización de la capacidad productiva. Con mucho, la caída más pronunciada (desde el máximo observado en enero del 2008) se registró en el sector de bienes de equipo, donde la utilización de la capacidad productiva se contrajo más de 20 puntos porcentuales, hasta situarse en el 67,6% en julio del 2009, su mínimo histórico. La utilización de la capacidad productiva en el sector de bienes intermedios cayó hasta valores igualmente reducidos, aunque partía de un nivel ligeramente inferior, registrado antes de la recesión. En el sector de bienes de consumo, la utilización de la capacidad productiva también registró un mínimo histórico en julio. No obstante, como consecuencia de las fluctuaciones cíclicas observadas en la producción de bienes de consumo, que habitualmente son menores, la capacidad productiva sin utilizar en este sector ha aumentado menos que en las otras dos ramas de actividad.

Algunos de los sectores incluidos en las principales ramas de actividad muestran una infrautilización de los recursos aún más pronunciada. La capacidad productiva sin utilizar fue mayor en la metalurgia y en la fabricación de vehículos de motor y remolques y semirremolques (véase gráfico B). Las tasas de utilización de la capacidad

Gráfico A Utilización de la capacidad productiva en la industria y en las principales ramas de actividad

(en porcentaje de la capacidad total)



Fuente: Comisión Europea.

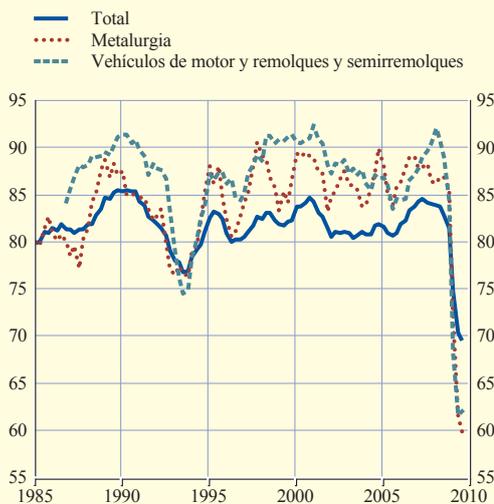
productiva en estos sectores cayó a niveles cercanos al 60% en julio y, pese a las ayudas concedidas en varios países de la zona del euro para la sustitución de automóviles, hasta el momento la utilización de la capacidad productiva en este último sector sólo ha aumentado marginalmente.

Factores que limitan la actividad en la zona del euro

Las encuestas de opinión de la Comisión Europea facilitan información sobre los factores que limitan la actividad en la zona del euro. En ellas se distinguen seis categorías, y los participantes en las encuestas pueden señalar más de una: demanda insuficiente, escasez de mano de obra, escasez de material y/o equipo, restricciones financieras, otros factores que limitan la actividad y ninguno (es decir, ningún factor limita la actividad). En el gráfico C se resume el porcentaje de respuestas obtenidas por cada uno de los factores que limitan la actividad en el sector industrial (es decir, excluye la categoría relativa a que ningún factor limita la actividad). El gráfico pone de relieve el hecho de que, en general, los límites a la producción industrial en la zona del euro han aumentado en la actual recesión

Gráfico B Utilización de la capacidad productiva en la metalurgia y en la fabricación de vehículos de motor y remolques y semirremolques

(en porcentaje de la capacidad total)

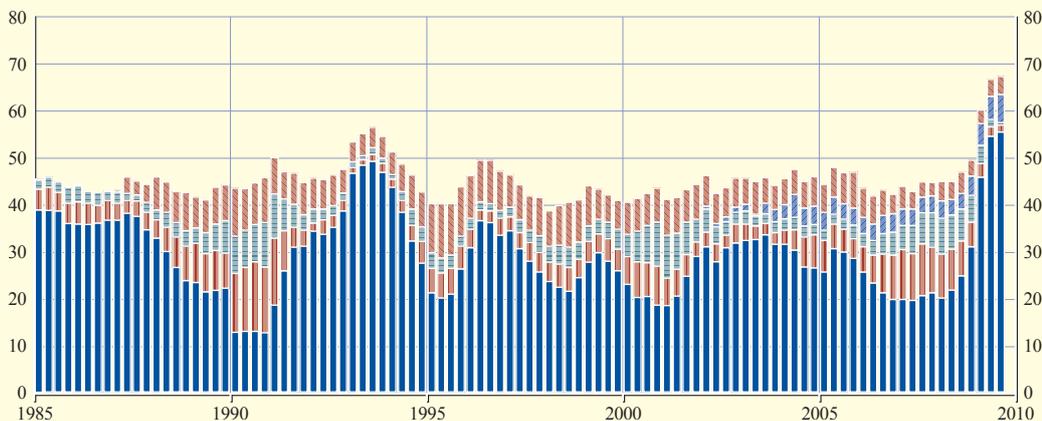


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico C Límites a la producción industrial

(en porcentaje)

- Demanda insuficiente
- Escasez de material y/o equipo
- Escasez de mano de obra
- Restricciones financieras
- Otros factores



Fuente: Comisión Europea.

hasta niveles sin precedentes y han superado claramente los registrados en la recesión de 1992-1993. El gráfico indica que la demanda insuficiente es el factor que ha influido en mayor medida en la caída de la producción. La importancia de este factor siguió aumentando considerablemente en los tres meses hasta abril del 2009, pero en el periodo hasta julio del 2009 sólo se incrementó ligeramente. Si se compara con la demanda insuficiente, la importancia de los demás factores, incluidas las restricciones financieras, parece ser mucho menor, al menos en términos relativos. Las restricciones financieras, el segundo mayor impedimento a la producción, adquirió una mayor importancia relativa en los tres meses hasta julio del 2009. Por el contrario, al igual que en la recesión de 1992-1993, el efecto de la escasez de mano de obra y de la escasez de material y/o equipo ha disminuido hasta niveles muy reducidos.

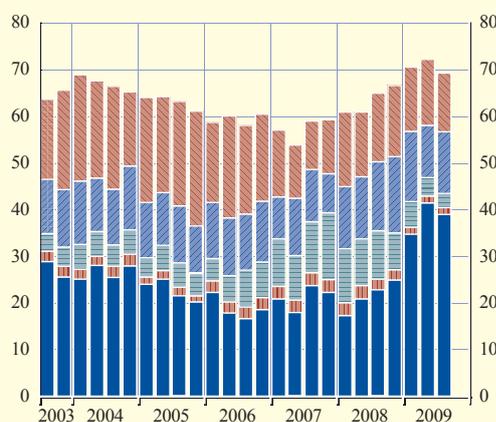
Los datos relativos al sector servicios, disponibles solamente desde mediados del 2003, muestran que los límites a la actividad en esta rama de actividad también han aumentado desde que se inició la recesión (véase gráfico D). Si bien su nivel general parece ser menos extraordinario, la importancia de la demanda insuficiente se ha incrementado hasta alcanzar máximos históricos y, al igual que en la industria, representa con mucho el mayor impedimento a la actividad en los servicios, seguido de las restricciones financieras y otros factores. Parece que la importancia relativa de la demanda insuficiente se ha reducido ligeramente en los tres meses hasta julio del 2009, mientras que la de las restricciones financieras se ha elevado. Estas restricciones limitan mucho más la actividad en los servicios que en la industria, pero no está claro que esto ocurra también en términos absolutos. No obstante, al igual que en la industria, parece que, en la actualidad, la demanda insuficiente supone un límite a la actividad en los servicios mucho más importante que las restricciones financieras.

El panorama es similar en el caso de la construcción, donde las condiciones meteorológicas se incluyen en la encuesta como una categoría adicional de factores que limitan la actividad constructora.

Gráfico D Límites a la actividad en los servicios

(en porcentaje)

- Demanda insuficiente
- Escasez de material y/o equipo
- Escasez de mano de obra
- Restricciones financieras
- Otros factores

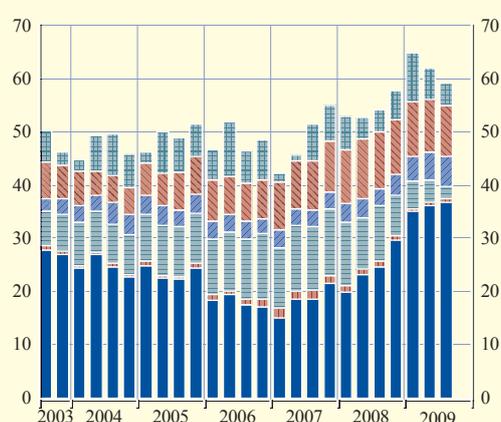


Fuente: Comisión Europea.

Gráfico E Límites a la actividad constructora

(en porcentaje)

- Demanda insuficiente
- Escasez de material y/o equipo
- Escasez de mano de obra
- Restricciones financieras
- Otros factores
- Condiciones meteorológicas



Fuente: Comisión Europea.

Los límites a la actividad constructora alcanzaron niveles muy elevados a comienzos del 2009, como consecuencia, principalmente, de la creciente importancia de la demanda insuficiente. También influyeron las desfavorables condiciones meteorológicas registradas al inicio del año (véase gráfico E). El posterior descenso de los límites totales a la actividad constructora ha estado relacionado, fundamentalmente, con las condiciones meteorológicas, mientras que la importancia relativa de la demanda insuficiente y de las restricciones financieras se ha incrementado ligeramente.

En general, la fuerte recesión registrada en la zona del euro ha provocado un acusado descenso de la utilización de la capacidad productiva en la industria, hasta situarse en un mínimo histórico inferior al 70% en julio, registrándose en algunos sectores caídas aún más pronunciadas. Ello muestra el elevado grado de vulnerabilidad de algunos sectores económicos en la actualidad. No está clara la manera en que se restablecerán los niveles normales de utilización de la capacidad productiva en el futuro, es decir, si será mediante el aumento de la demanda o mediante la reducción de la capacidad, lo que implicaría en este último caso una disminución del producto potencial. Por lo que respecta a los factores que limitan la actividad económica, en la actual recesión la demanda insuficiente ha sido, con mucho, el mayor impedimento a la actividad en todos los sectores. En comparación, la importancia de las restricciones financieras parece ser relativamente limitada, a pesar de que ha aumentado ligeramente en los últimos tiempos.

ción) se contrajo por quinto trimestre consecutivo, y cayó un 2% (véase gráfico 49). Sin embargo, en línea con los últimos datos sobre producción industrial, esta contracción fue mucho menor que las fuertes caídas registradas en la actividad en el último trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009.

Los datos procedentes de las encuestas de opinión confirman que la desaceleración en la industria registró su punto de inflexión a comienzos del 2009 (véase gráfico 50). Uno de los principales indicadores de opinión, el índice de directores de compras de las manufacturas, aumentó en agosto por sexto mes consecutivo, alcanzando un nivel cercano a la referencia teórica de 50. Del mismo modo, las variaciones del subíndice relativo al producto (que, en principio, debería estar relacionado de forma más estrecha con la actividad industrial que el índice sintético general) también sugieren unas perspectivas más favorable para el sector manufacturero. Otras encuestas sobre la confianza industrial, así como la evidencia anecdótica, confirman este análisis.

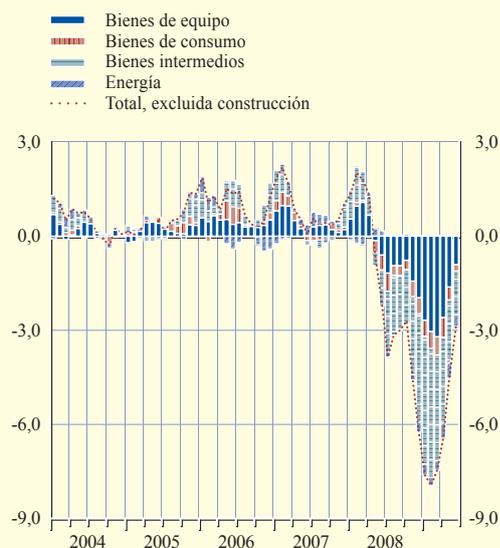
La contribución de la construcción al crecimiento del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre del 2009 fue ligeramente negativa. Se pueden distinguir diferencias relativamente grandes entre los países en cuanto al valor añadido de la construcción, siendo más acusados los descensos en los países en los que el peso de este sector, en términos del PIB, había aumentado significativamente antes de que se produjeran las turbulencias en los mercados financieros.

El crecimiento del producto en el sector servicios, que se había movido en territorio positivo desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros a mediados del 2007, se tornó negativo, en términos intertrimestrales, en el último trimestre del 2008, y su descenso se aceleró en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre, el crecimiento del valor añadido de los servicios retornó a tasas intertrimestrales positivas, y fue del 0,3%

De cara al futuro, las perspectivas a corto plazo para la actividad económica de la zona del euro continúan siendo sombrías. La utilización de la capacidad productiva de las empresas manufactureras se ha desplomado, hasta situarse en el nivel más bajo observado desde que la Comisión Europea inició su encuesta, y otros indicadores también señalan que se están moderando las presiones sobre la capacidad productiva.

Gráfico 49 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

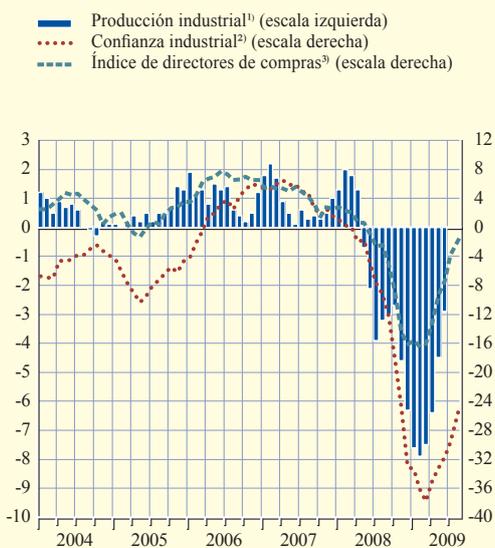
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 50 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.
 Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas
 1) Tasas de variación intertrimestral.
 2) Saldos neto
 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

MERCADO DE TRABAJO

Habitualmente, el crecimiento del empleo en la zona del euro ha ido a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico desde mediados de los años noventa. Este desfase difiere entre los distintos sectores. Durante la actual desaceleración económica, el empleo en el sector de la construcción, que emplea a muchos trabajadores temporales, comenzó a caer antes que en la industria, los servicios y el sector público, donde suele ser más gravoso ajustar a la baja el número de asalariados. (véase cuadro 8).

Un modo en que las empresas atesoran trabajo, al tiempo que se ajustan a una caída de la demanda, es reducir el número de horas de trabajo. Efectivamente, durante la recesión muchos países de la zona del euro han puesto en marcha planes especiales en esta materia. Estos planes han reducido las horas de trabajo a través de diversos canales, entre los que se incluyen cambios en la flexibilidad de la organización del trabajo de las empresas, reducción general de las horas extraordinarias y planes especiales de mantenimiento del empleo establecidos por numerosos Gobiernos europeos. En algunos países, estos planes se han materializado en unas semanas de trabajo reducidas o incluso en períodos de desempleo de carácter temporal, según los cuales los trabajadores entran y salen del proceso de producción. En el recuadro 7 se muestra que la recesión económica no ha afectado por igual a los trabajadores según el sexo, el grupo de edad y el tipo de contrato. En concreto, parece que los hombres, los trabajadores con edades comprendidas entre 15 y 24 años, los trabajadores menos cualificados y aquellos con contratos temporales han estado más expuestos a perder sus empleos.

Los distintos planes para reducir las horas de trabajo han contribuido a prevenir una pronunciada caída en el empleo. Sin embargo, en el primer trimestre del 2009 el crecimiento del empleo se contrajo un

Cuadro 8 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	-0,9
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,3	-1,0
Industria	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,8	-1,4	-1,7
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	-2,2	-2,6
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	1,2	0,2	0,1	-0,6	-1,0
Administración pública ¹⁾	1,3	1,2	0,0	0,6	0,1	0,6	0,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

0,9%, en tasa intertrimestral, por encima del retroceso del 0,4% registrado en el último trimestre del 2008 (véase cuadro 8).

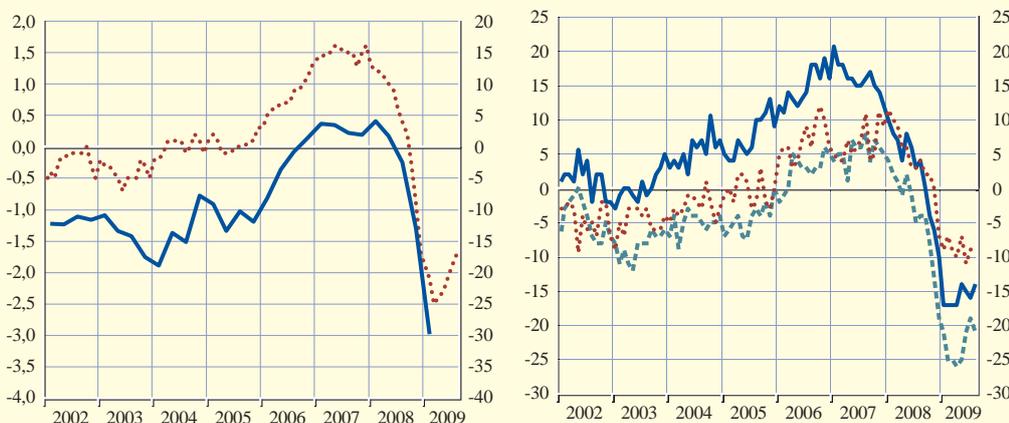
Como consecuencia del atesoramiento general de trabajo observado en la industria, así como de la fuerte contracción de la actividad económica, la productividad por asalariado ha disminuido considerablemente (véase gráfico 52).

Los últimos datos sobre el desempleo son coherentes con la contracción del empleo. La tasa de paro en la zona del euro se elevó hasta el 9,5% en julio, un incremento de 0,1 puntos porcentuales con respecto

Gráfico 51 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

- Crecimiento del empleo en la industria, excluida construcción (escala izquierda)
- Expectativas de creación de empleo en las manufacturas (escala derecha)
- Expectativas de creación de empleo en la construcción
- Expectativas de creación de empleo en el comercio al por menor
- Expectativas de creación de empleo en los servicios



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

Recuadro 7

COMPOSICIÓN DEL RECIENTE DESCENSO DEL EMPLEO EN LA ZONA DEL EURO

La recesión actual ha provocado un deterioro significativo del mercado de trabajo en la zona del euro. Este recuadro examina detalladamente los últimos acontecimientos observados en el empleo de la zona del euro, y se centra en países, sectores y diferentes grupos de trabajadores. Según los datos de las cuentas nacionales, el crecimiento del empleo total en la zona del euro se desaceleró durante el año 2008, pasando del 1,8% registrado en el 2007 al 0,9%, y se redujo aún más, hasta el -1,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. La evolución registrada en España explica la mayor parte de este deterioro (véase gráfico A). Hasta el momento, la severa recesión económica ha afectado principalmente al empleo en la construcción y, en menor medida, en las manufacturas (que registraron, respectivamente, caídas en el empleo del -7,3% y -3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009); el empleo total en los servicios de mercado solamente empezó a contraerse en el primer trimestre del 2009. En términos de su contribución al crecimiento total del empleo, la construcción y las manufacturas explican el 80% del descenso total de las cifras de empleo en la zona del euro en el primer trimestre del 2009, mientras que la contribución de los servicios al crecimiento total ha disminuido marcadamente en los últimos trimestres (véase gráfico B).

Los últimos ajustes observados en el empleo no se han distribuido por igual entre los distintos segmentos de la población activa. La evolución del crecimiento del empleo en la zona del euro por sexo, grupo de edad, nivel de formación alcanzado y tipo de contrato, basada en información procedente de la encuesta de fuerza de trabajo de la Unión Europea, se muestra en los gráficos C a F¹.

Según estos datos, los grupos de trabajadores que parecen haber sido más castigados por el deterioro del empleo en los últimos trimestres son los hombres (gráfico C), los asalariados con edades comprendidas

1 Actualmente, no se dispone de datos para Luxemburgo relativos al primer trimestre del 2009.

Gráfico A Crecimiento del empleo total en la zona del euro y contribuciones por países

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países.

Gráfico B Crecimiento del empleo total en la zona del euro y contribuciones por ramas de actividad

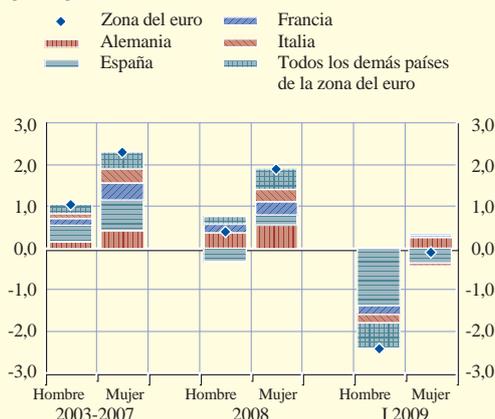
(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada rama de actividad.

Gráfico C Crecimiento del empleo en la zona del euro por sexo

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)

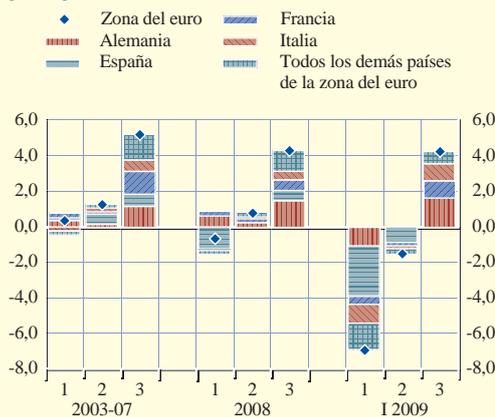


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países.

Gráfico D Crecimiento del empleo en la zona del euro por grupos de edad

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países. 1 se refiere a los trabajadores con edades comprendidas entre 15 y 24 años, 2, entre 25 y 54, y 3, entre 55 y 64.

entre 15 y 24 años (gráfico D), los trabajadores menos cualificados (gráfico E) y aquellos con contratos temporales (gráfico F). La reducción del empleo temporal fue especialmente acusada (-0,8% en el 2008, tras un descenso interanual del -8,7% en el primer trimestre del 2009). De los últimos datos relativos a las tasas de desempleo se deduce que el mayor impacto lo han sufrido el empleo juvenil y el empleo masculino. Entre el primer trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009, el desempleo entre los hombres aumentó 2 puntos porcentuales (hasta el 8,5%), frente a un incremento de 1 punto porcentual (hasta el 9,2%) en el caso de las mujeres, y 3,9 puntos porcentuales en el colectivo de trabajadores más jóvenes (18,5% en el primer trimestre del 2009), frente a un alza de 1,3 puntos (hasta el 7,7%) entre los mayores de 25 años. Dentro de cada grupo, la evolución registrada en España constituyó el principal factor determinante del deterioro de la situación del mercado de trabajo en la zona del euro, especialmente en el caso del empleo masculino y del empleo temporal, correspondiéndole el 57% y el 60%, respectivamente, de la reducción observada en el empleo de la zona del euro en esos segmentos.

La distinta evolución entre hombres y mujeres podría estar relacionada con la interacción de dos factores. Si bien existe determinada evidencia de que el empleo femenino puede mostrar una mayor ciclicidad que el masculino², parece que este factor podría haberse visto contrarrestado por el hecho de que una elevada proporción de hombres trabaja en sectores que han sido afectados gravemente por la recesión económica, tales como la construcción y las manufacturas. Según la encuesta de fuerza de trabajo de la Unión Europea, en la zona del euro, durante el periodo 2000-2008, el 71,5% de las mujeres trabajaba en el sector servicios (excluida la administración pública) y sólo el 12,2% estaba empleada en la industria y en la construcción³. En comparación, las cifras correspondientes a los hombres eran del 49,1% y el 34,3%, respectivamente.

Otra característica de estos datos que llama la atención se refiere al deterioro relativo de las perspectivas de empleo de los trabajadores más jóvenes (con edades comprendidas entre 15 y 24 años), en

2 Véase, por ejemplo, Shin, D. (2000), «Gender and Industry Differences in Employment Cyclicity: Evidence over the Postwar Period», *Economic Inquiry*, vol. 38, n.º 4, pp. 641-650.

3 En este período, el empleo masculino representó el 77,5% y el 92,4% del empleo total en la industria y en la construcción, respectivamente.

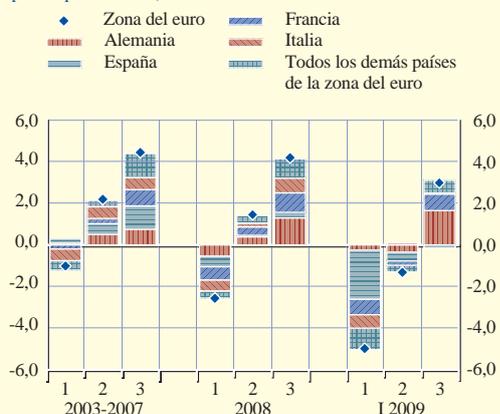
comparación con la de los trabajadores de más edad (entre 55 y 64 años), registrando el empleo de los trabajadores más jóvenes un descenso especialmente pronunciado, del -6,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009. La evolución relativamente favorable del empleo de los trabajadores de más edad (con un crecimiento del empleo del 4,2% entre el primer trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009) podría estar relacionada con las reformas laborales acometidas en los últimos años, que han endurecido la legislación relativa a la jubilación anticipada y han alentado la vinculación al mercado de trabajo entre los trabajadores de más edad.

El escaso impacto que ha tenido hasta el momento la caída del empleo sobre los trabajadores con contratos de trabajo indefinidos refleja, en cierta medida, el elevado nivel de protección del empleo que existe en algunos países, factor del que también podría esperarse que dificultara el crecimiento del empleo indefinido durante la recuperación. Un factor adicional también podrían ser las medidas adoptadas por diversos Gobiernos de la zona del euro para subvencionar el empleo a través de programas de empleo a corto plazo. Como se mencionó en 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, dichos programas contribuyen a proteger el capital humano de una empresa si la fase recesiva del ciclo es de corta duración. No obstante, si se aplica a periodos más prolongados, dichos programas podrían obstaculizar el necesario ajuste estructural.

Al mismo tiempo, el impacto negativo tan pronunciado de la recesión sobre determinados grupos, tales como los trabajadores menos cualificados y aquellos con contratos temporales (con frecuencia, jóvenes) exigen una atención especial. Cuanto más tiempo estén sin trabajar estos trabajadores, mayor será el peligro de que sus cualificaciones y, en general, su capacidad de inserción profesional se deterioren, haciendo que, en el futuro, les sea más difícil encontrar trabajo. Por este motivo, en la coyuntura actual es fundamental reducir el riesgo de exclusión social y apoyar la vinculación al mercado de trabajo de aquellos grupos más vulnerables. Tales esfuerzos deberían incluir políticas laborales activas y eficaces y la adopción de medidas para fomentar la formación permanente con el fin de facilitar la integración de estos trabajadores en el mercado laboral.

Gráfico E Crecimiento del empleo en la zona del euro por nivel de formación alcanzado

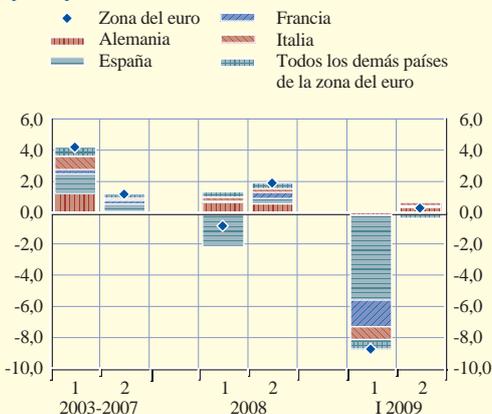
(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países. 1, 2 y 3 indican un nivel de formación bajo, medio y alto, respectivamente.

Gráfico F Crecimiento del empleo en la zona del euro y contribuciones por tipo de contrato

(tasas de variación interanual; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las barras hacen referencia a las contribuciones de cada país o grupo de países. 1 indica los contratos temporales y 2, los indefinidos.

al mes anterior (véase gráfico 53). El desempleo se estabilizó en varios países, pero continuó aumentando considerablemente en otros, sobre todo en España y en Francia.

De cara al futuro, tras la acusada contracción observada en el producto a finales del 2008 y comienzos del 2009 y los niveles tan bajos de utilización de la capacidad productiva, es posible que las empresas puedan atesorar menos trabajo. Así pues, se prevé que en los próximos meses se registre de nuevo un crecimiento moderado de la tasa de paro.

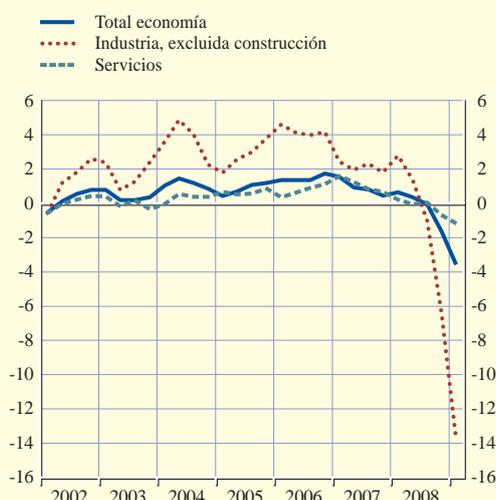
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la primera estimación de Eurostat la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009, contrayéndose un 0,1% con respecto al trimestre anterior. Los indicadores para el tercer trimestre del 2009 procedentes de las encuestas respaldan la opinión de que la economía de la zona del euro se está estabilizando. En el futuro próximo, la zona del euro debería seguir beneficiándose de la recuperación de las exportaciones, de las medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas hasta ahora para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que la contribución del ciclo de existencias sea positiva. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada, y la persistente volatilidad de los datos exige que la información disponible se interprete con cautela. En general, se prevé que la recuperación sea bastante desigual, dado el carácter temporal de algunos de los factores en los que se sustenta y de la corrección de balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, dentro y fuera de la zona del euro.

Este análisis está básicamente de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre del 2009. Según estas proyecciones, el crecien-

Gráfico 52 Productividad del trabajo

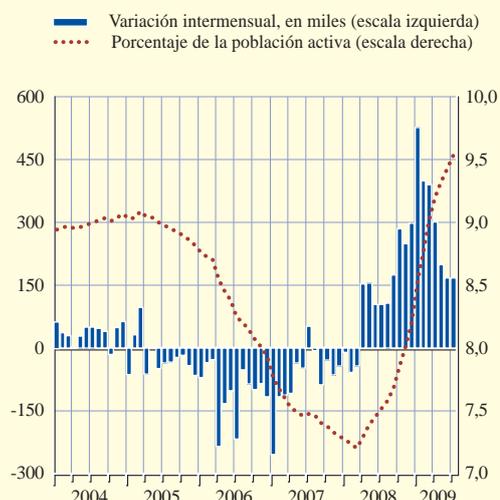
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 53 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

to medio anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -4,4% y el -3,8% en el 2009 y entre el -0,5% y el 0,9% en el 2010. Para más información, véase el recuadro 8.

Los riesgos para estas perspectivas económicas están prácticamente 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, el deterioro de los mercados de trabajo también podría ser menos acusado de lo que se espera en la actualidad y la demanda exterior podría resultar ser mayor de lo que se prevé. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y los mercados financieros, aún tensionados, pudiera tener mayor intensidad y duración de los esperado y que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas y una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, la incertidumbre en torno a estas perspectivas sigue siendo mayor de lo habitual.

Recuadro 8

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 21 de agosto de 2009, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. Como reflejo de las perspectivas de una recuperación mundial lenta, se proyecta que el crecimiento medio anual del PIB real sea negativo en el 2009, situándose entre el -4,4% y el -3,8%, para situarse entre el -0,5% y el +0,9% en el 2010. El elevado grado de atonía de la economía de la zona del euro actualmente esperado moderará previsiblemente las presiones inflacionistas. Las proyecciones indican que la tasa media de variación del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situará entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009, y se incrementará hasta un intervalo entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas energéticas y no energéticas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 14 de agosto de 2009². El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo posee un carácter puramente técnico. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el EURIBOR a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Esta metodología proporciona un nivel ge-

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosistema, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio del 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Con objeto de expresar el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones, se presentan intervalos que corresponden, para cada variable y cada horizonte, a un intervalo de probabilidad del 75% basado en un modelo. Esta técnica se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing ECB staff projection ranges» (BCE, septiembre del 2008), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Dadas las excepcionales circunstancias económicas y financieras actuales, el grado de incertidumbre que rodea a las proyecciones es mayor de lo habitual.

neral medio de los tipos de interés a corto plazo del 1,3% en el 2009 y del 1,6% en el 2010. Las expectativas de los mercados referidas al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro implican un nivel medio del 4,1% en el 2009 y del 4,3% en el 2010. El escenario de referencia de las proyecciones tiene en cuenta los indicios de mejora de la situación financiera observados recientemente y estima que, en el horizonte temporal considerado, los diferenciales de los préstamos bancarios a corto plazo respecto del EURIBOR a tres meses se reducirán adicionalmente. Del mismo modo, conforme a los supuestos, las condiciones crediticias se suavizarán de forma gradual durante el período contemplado. En cuanto a las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se estima que los precios del petróleo se situarán, en promedio, en 62,4 dólares estadounidenses por barril en el 2009 y en 78,8 en el 2010. Los precios de las materias primas no energéticas, en dólares estadounidenses, disminuirán previsiblemente de forma significativa un 21,4% en el 2009 y se incrementarán un 17,1% en el 2010.

Se parte del supuesto técnico de que durante el horizonte abarcado por las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,38 en el 2009 y en 1,43 en el 2010, y que el tipo de cambio efectivo del euro se apreciará un 0,1% en el 2009 y un 0,6% adicional en el 2010.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países pertenecientes a la zona del euro a fecha de 14 de agosto de 2009, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los parlamentos nacionales o que han sido concretadas por los Gobiernos y probablemente se aprueben tras su tramitación legislativa.

Supuestos relativos al entorno internacional

Las perspectivas de la economía mundial continúan viéndose afectadas por la crisis financiera. Sin embargo, tras el desplome sin precedentes registrado de forma simultánea por el comercio internacional a finales del pasado año y principios de éste, se estima que el crecimiento mundial ha sido positivo en el segundo trimestre del 2009 y se espera que lentamente vaya cobrando impulso. No obstante, dada la necesidad generalizada de sanear los balances, el ritmo de crecimiento mundial se mantendría lento durante el horizonte considerado. En conjunto, el crecimiento del PIB mundial fuera de la zona del euro descendería en promedio un 1,2% en el 2009, si bien aumentaría un 2,7% en el 2010. Como reflejo de la significativa corrección del comercio internacional, la demanda externa de exportaciones de la zona del euro se reduciría un 13,0% en el 2009 y se recuperaría un 1,7% en el 2010.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El crecimiento del PIB real de la zona del euro ha registrado tasas negativas desde el segundo trimestre del 2008. Tras la fuerte contracción de la actividad observada a finales del pasado año y principios de éste, el PIB real disminuyó sólo ligeramente en el segundo trimestre del 2009. En consonancia con los indicadores económicos a corto plazo y con los resultados de las encuestas más recientes, se espera que el PIB real siga estabilizándose en el segundo semestre del año y que se

2 Los supuestos referidos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte proyectado, mientras que los referidos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el tercer trimestre del 2010 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

recupere gradualmente a lo largo del 2010. La reactivación de las exportaciones respalda la mejora proyectada. Se espera que la demanda interna se beneficie de las medidas de impulso fiscal puestas en práctica, del incremento cíclico de las existencias y de las medidas adoptadas para facilitar el funcionamiento del sistema financiero. Es previsible, sin embargo, que la recuperación sea desigual, si se considera la naturaleza transitoria de algunos de los factores de estímulo, y bastante lenta, dada la debilidad de la actividad mundial y el elevado grado de incertidumbre. La inversión, en particular, se reduciría hasta mediados del 2010. Se proyecta que el aumento del desempleo y la debilidad de la confianza de los consumidores moderen el consumo privado, a pesar de que la baja inflación favorece las rentas reales. En conjunto, tras el 0,6% registrado en el 2008, el crecimiento del PIB real esperado será negativo situándose entre el -4,4% y el -3,8% en el 2009, y entre el -0,5% y el +0,9% en el 2010.

Proyecciones sobre precios y costes

Como reflejo de los efectos de base relacionados con pasadas subidas de los precios de las materias primas, se espera que la inflación media anual medida por el IAPC se reduzca hasta un intervalo entre el 0,2% y el 0,6% en el 2009, frente al 3,3% registrado en el 2008. Aunque estos efectos de base revertirán en los próximos meses, se estima que el deterioro de las perspectivas económicas para la zona del euro mantendrá las presiones internas sobre los precios contenidas y que la inflación se situará entre el 0,8% y el 1,6% en el 2010. El crecimiento de la remuneración por asalariado, que registró un fuerte incremento en el 2008, experimentaría un descenso significativo en el 2009 y con posterioridad se recuperaría lentamente, con un crecimiento de los salarios contenido tanto en el sector público como privado, a medida que los mercados de trabajo se deterioren y la inflación se mantenga moderada. La disminución de los márgenes de beneficio proyectada moderará la inflación en el 2009, y se recuperarán de nuevo posteriormente.

Comparación con las proyecciones de junio del 2009

En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema publicadas en el Boletín Mensual de junio del 2009, los intervalos proyectados relativos al crecimiento del PIB real se han ajustado al alza tanto para el 2009 como para el 2010, reflejando una evolución del PIB correspondiente al segundo trimestre del 2009 mejor de lo esperado y unas perspectivas en cuanto a la demanda interna y externa ligeramente mejores para lo que resta de este año.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2008	2009	2010
IAPC	3,3	0,2 - 0,6	0,8 - 1,6
PIB real	0,6	-4,4 - -3,8	-0,5 - 0,9
Consumo privado	0,3	-1,3 - -0,5	-0,8 - 0,6
Consumo público	1,9	1,4 - 2,0	1,0 - 1,8
Formación bruta de capital fijo	-0,2	-12,1 - -9,9	-5,2 - -1,2
Exportaciones (bienes y servicios)	0,9	-16,2 - -13,6	-0,6 - 2,4
Importaciones (bienes y servicios)	1,0	-13,6 - -11,0	-2,3 - 2,1

1) Las proyecciones relativas al PIB real y a sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a importaciones y exportaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Los datos relativos al PIB incluyen a los 16 países de la zona del euro. En el intervalo proyectado para el IAPC correspondiente al 2009 se incluye a Eslovaquia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anual para el 2009 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Eslovaquia ya en el 2008.

Los intervalos proyectados para las tasas de variación anuales del IAPC correspondientes al 2009 y al 2010 también se han ajustado ligeramente al alza en comparación con los de junio del 2009, como reflejo principalmente de la revisión al alza de los precios de la energía y, en menor medida, del ajuste al alza de las proyecciones relativas al crecimiento del PIB real.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio del 2009

(tasas medias de variación anuales)

	2008	2009	2010
PIB real – Junio 2009	0,6	-5,1 - -4,1	-1,0 - 0,4
PIB real – Septiembre 2009	0,6	-4,4 - -3,8	-0,5 - 0,9
IAPC – Junio 2009	3,3	0,1 - 0,5	0,6 - 1,4
IAPC – Septiembre 2009	3,3	0,2 - 0,6	0,8 - 1,6

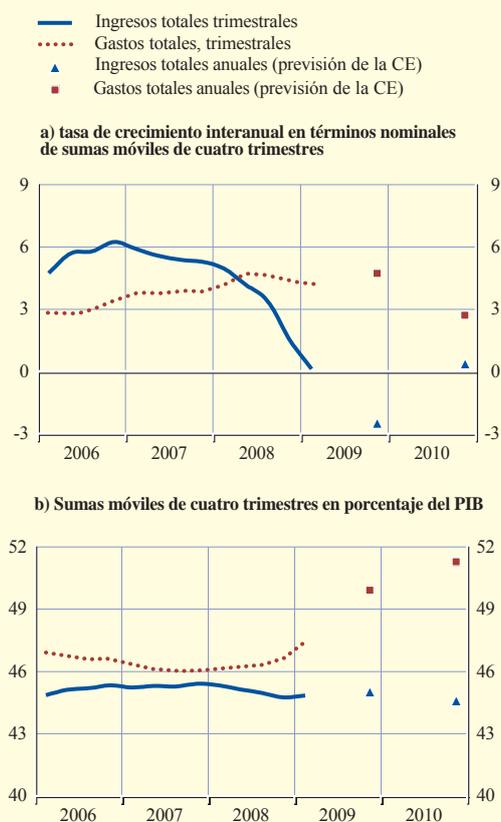
5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Las estadísticas trimestrales más recientes de las finanzas públicas de la zona del euro y la evolución observada en varios países de la zona confirman, en general, el acusado deterioro previsto en las perspectivas de las finanzas públicas. Dada la posibilidad de que el déficit y la deuda públicos en relación con el PIB se incrementen con rapidez en el 2009 y en el 2010 y los riesgos presupuestarios derivados de los cuantiosos avales públicos, es fundamental que los Gobiernos preparen y comuniquen estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas. Para reducir los grandes desequilibrios fiscales, los Gobiernos deberían ultimar los presupuestos para el 2010 y los planes a medio plazo con el objetivo de retornar rápidamente a unas finanzas públicas saneadas y sostenibles. En particular, la corrección de los déficits excesivos dentro de los plazos establecidos requerirá esfuerzos de saneamiento mucho más intensos que el valor mínimo de referencia del 0,5% del PIB por año establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En cualquier caso, el proceso de saneamiento de las finanzas públicas debería comenzar a más tardar, con el inicio de la recuperación económica, y será necesario intensificar los esfuerzos en el 2011. Estos esfuerzos pueden sustentarse en una consolidación fiscal basada en la contención del gasto y en normas fiscales creíbles y adecuadamente diseñadas.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO EN EL 2009

Las estadísticas trimestrales de las finanzas públicas más recientes, disponibles hasta el primer trimestre del 2009, confirman que la crisis económica y financiera está teniendo este año un enorme impacto en las finanzas públicas de la zona del euro, como esperaban la Comisión Europea y otras instituciones internacionales en la primavera de este año. Los datos de la zona del euro muestran que el fuerte crecimiento de los ingresos públicos observado en años anteriores en un contexto macroeconómico generalmente favorable se moderó en el 2007 y experimentó una acusada desaceleración en el 2008 (en términos de tasas de crecimiento interanual de sumas móviles de cuatro trimestres). El crecimiento de los ingresos fue cercano a cero en el primer trimestre del 2009, y se prevé que pase a ser negativo a finales de año (véase gráfico 54a). En cambio, el gasto público, que anteriormente había aumentado a un ritmo más moderado que los ingresos, fue superior a los ingresos en el 2008, y se prevé que siga creciendo más rápido que éstos en los próximos meses. En consecuencia, se espera que la diferencia entre gasto e ingresos en porcentaje del PIB se amplíe sustancialmente en el 2009 (véase gráfico 54b), y que la evolución presupuestaria esté determinada por la acción de los estabilizadores automáticos, en un entorno macroeconómico muy deteriorado, así como por el efecto de las medidas de estímulo

Gráfico 54 Estadísticas y previsiones trimestrales de las finanzas públicas en la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009.

Nota: El gráfico muestra la evolución de los ingresos totales y del gasto total en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período I 2006 – I 2009, más las previsiones anuales para el 2009 y el 2010 obtenidas de las previsiones económicas de la Comisión Europea de primavera del 2009.

fiscal, de la disminución de los ingresos y del intenso ritmo de crecimiento del gasto público. Se espera que la orientación fiscal de la zona del euro, en términos de variación del saldo presupuestario primario ajustado de ciclo, sea expansiva en el 2009.

Se prevé que la ratio de deuda pública de la zona del euro aumente con rapidez, debido no sólo al deterioro de los saldos presupuestarios y al acusado descenso del PIB nominal, sino también a la financiación de importantes operaciones fuera de balance en apoyo del sector financiero (para más detalles, véase el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», en el Boletín Mensual de julio del 2009). Estas operaciones fuera de balance han hecho que la deuda pública haya aumentado con mucha más rapidez de lo que indica el déficit público desde el tercer trimestre del 2008 en términos de sumas móviles de cuatro trimestres (véase gráfico 55).

EVOLUCIÓN PRESUPUESTARIA ACTUAL Y PLANES DE LOS DISTINTOS PAÍSES PARA EL 2010 Y AÑOS POSTERIORES

Actualmente, la mayor parte de los países de la zona del euro está preparando sus proyectos de presupuestos para el 2010 y actualizando sus planes presupuestarios a medio plazo. No obstante, dado que la información sobre estos planes todavía no está completa, en este momento sólo puede realizarse una valoración provisional de las perspectivas de las finanzas públicas de la zona del euro en su conjunto. El análisis de la evolución actual y de los planes presupuestarios que figura a continuación se limita a los países más importantes de la zona.

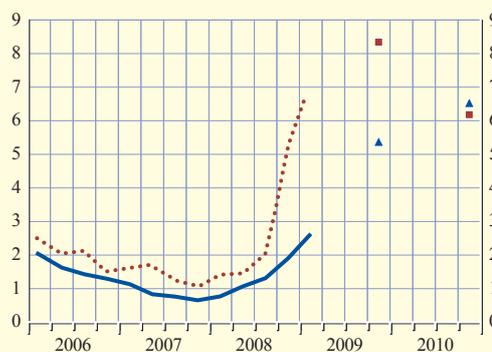
En Alemania, según las previsiones presupuestarias actualizadas publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda en julio, se espera que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas experimente un acusado deterioro, pasando de una situación presupuestaria más o menos equilibrada en el 2008 a un déficit del 4% del PIB en el 2009 y del 6% del PIB en el 2010, en consonancia, en líneas generales, con las previsiones de primavera del 2009 de la Comisión Europea. El sustancial deterioro de la situación presupuestaria en el 2009 y en el 2010 se debe, fundamentalmente, a la acción de los estabilizadores automáticos, en un contexto de fuerte recesión económica y de aplicación de importantes medidas de estímulo fiscal para estabilizar la economía (que ascienden aproximadamente al 1,5% y al 2% del PIB para el 2009 y el 2010, respectivamente). El Gobierno prevé mejoras presupuestarias anuales equivalentes al 1% del PIB a partir del 2011, lo que debería reducir el déficit hasta el 3% del PIB en el 2013.

En Francia, según las previsiones presupuestarias actualizadas por el Gobierno en junio, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe entre el 7% y el 7,5% del PIB en el 2009 y en el 2010, un aumento considerable con respecto al 3,5% del PIB del 2008. El deterioro esperado del saldo presupuestario es mayor que el previsto en las previsiones económicas de primavera del 2009 de la Comisión (un déficit del 6,6% y el 7% del PIB en el 2009 y el 2010, respectivamente) y es consecuencia de la acción de los estabilizadores automáticos, de reducciones discrecionales de ingresos (asociadas,

Gráfico 55 Déficit público y variación de la deuda de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

- Déficit
- Variación de la deuda
- ▲ Déficit, anual (previsiones de la Comisión Europea)
- Variación de la deuda, anual (previsiones de la Comisión Europea)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y previsiones económicas de la Comisión Europea, primavera del 2009.

por ejemplo, a la reducción del IVA para los servicios de suministro de comidas por contrato y los restaurantes aplicable desde el 1 de julio de 2009), de la caída de las cotizaciones sociales y de un recorte excepcional del impuesto sobre la renta a los hogares con niveles bajos de ingresos en el 2009. Con arreglo a los supuestos provisionales en los que se basan los preparativos de los presupuestos para el 2010, el Gobierno tratará de realizar un esfuerzo de saneamiento presupuestario medio anual del 0,5% del PIB, en términos estructurales, a partir del 2010. Se prevé que el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe entre el 5% y el 5,5% del PIB en el 2012. Esto supone un fuerte contraste con el compromiso de Francia a nivel europeo, ya que el plazo límite de este país para corregir el déficit excesivo es el 2012.

En Italia, el Gobierno publicó en julio nuevas previsiones a medio plazo para el período 2009-2013. Según estas previsiones, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas se incremente desde un nivel ligeramente por debajo del 3% del PIB en el 2008 hasta el 5,3% y el 5% del PIB en el 2009 y el 2010, respectivamente, antes de descender hasta el 2,4% para el 2013. Las previsiones para el 2009 y el 2010 son más pesimistas que las que figuran en las previsiones económicas de primavera del 2009 de la Comisión (el 4,5% y el 4,8% del PIB, respectivamente). En julio, el Parlamento italiano también convirtió en ley el decreto «anticrisis» aprobado por el Gobierno a finales de junio. El paquete de medidas prevé una reducción del impuesto de sociedades en forma de incentivos fiscales para nuevas inversiones en maquinaria por parte de las empresas. Según el Gobierno, el paquete no afectará a las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas, ya que las medidas de estímulo que causen un incremento del déficit quedarán totalmente compensadas por modificaciones de otras partidas presupuestarias. El Gobierno atribuye la disminución gradual del déficit en el período 2010-2013 a la mejora prevista de la situación macroeconómica y a medidas correctoras (la mayor parte sin especificar hasta el momento), que ascenderían al 0,4% del PIB en el 2011 y al 1,2% del PIB por año en el 2012 y en el 2013.

En España, altos cargos de la Administración señalaron en julio que es probable que, pese a los recientes aumentos de los impuestos sobre el tabaco y el combustible, el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe en el 9,5% del PIB en el 2009, casi 1 punto porcentual por encima de lo previsto en las previsiones económicas de la Comisión de primavera del 2009. Se espera que el nuevo emperoramiento de las perspectivas presupuestarias esté determinado, fundamentalmente, por nuevas reducciones de los ingresos (que, al menos en cierta medida, se deben a la desaparición de los considerables ingresos extraordinarios registrados en los años anteriores a la recesión económica), así como por el fuerte aumento de las prestaciones sociales, el impacto previsto de la evolución cíclica y las medidas discrecionales adoptadas en los dos últimos años, entre las que se incluyen una reforma fiscal en el 2007, un paquete de estímulo fiscal a principios del 2008, y nuevas medidas de estímulo a finales del 2008 y principios del 2009. Actualmente se dispone de poca información sobre si el Gobierno espera que España cumpla su compromiso europeo de corregir el déficit excesivo para el 2012, límite del plazo.

NECESIDAD DE ESTRATEGIAS RÁPIDAS DE SALIDA Y DE SANEAMIENTO PRESUPUESTARIO

La información más reciente disponible confirma las expectativas de la Comisión Europea (incluidas en sus previsiones económicas de primavera del 2009) de que todos los países de la zona del euro excepto tres (Chipre, Luxemburgo y Finlandia) registren déficit públicos superiores al valor de referencia del 3% del PIB en el 2009 y de que todos corren el riesgo de incumplir este valor en el 2010. Los ratios de deuda pública resultantes, en rápido aumento, además de los considerables avales públicos a sociedades financieras y no financieras, plantean una seria amenaza para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta preocupante evolución pone de manifiesto la urgente necesidad de que todos los países de la zona del euro preparen y comuniquen estrategias ambiciosas y realistas de salida de las medidas fiscales relacionadas con la crisis, así como medidas de saneamiento a medio plazo que aseguren un retorno rápido a unas finanzas públicas saneadas y sostenibles.

En este contexto, las políticas fiscales deben guiarse por las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que han de aplicarse con rigurosidad. Es especialmente importante que los países con déficit excesivos los corrijan dentro de los plazos fijados por el Consejo de la UE. Además de los cuatro países de la zona del euro contra los que ya se han iniciado procedimientos de déficit excesivo, concretamente Grecia (con un plazo límite para corregir el déficit en el 2010), Francia, España (ambos con plazo límite en el 2012) e Irlanda (con plazo límite en el 2013), en su reunión del 7 de julio, el Consejo ECOFIN dio de plazo a Malta hasta el 2010 para situar su déficit por debajo del 3% del PIB. Ese mismo día, el Consejo invitó a Bélgica a presentar, antes del 20 de septiembre, un programa complementario a su programa de estabilidad en el que se incluya una estrategia presupuestaria a medio plazo bien fundamentada.

En consonancia con las orientaciones para la política fiscal definidas por los ministros del Eurogrupo el 8 de junio de 2009, los Gobiernos se han comprometido a desarrollar y a aplicar estrategias sólidas de salida a medio plazo que conduzcan a una corrección rápida de los déficit excesivos. Estas estrategias deben presentarse en la próxima ronda de los programas de estabilidad. Además, los ministros del Eurogrupo reafirmaron su compromiso para aplicar íntegramente el marco de supervisión definido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Dado el acusado deterioro de la situación presupuestaria previsto para este año y el siguiente en la mayor parte de los países de la zona del euro, los esfuerzos de saneamiento tendrán que superar considerablemente el valor mínimo de referencia del 0,5% del PIB por año fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, en países con ratios de déficit o de deuda públicos elevados, el ajuste estructural anual debería ser de al menos el 1% del PIB para asegurar una corrección rápida de los déficit excesivos y contener los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria. El proceso de ajuste estructural debería comenzar, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica, y los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. En cualquier caso, los plazos límite para corregir los déficit excesivos deben respetarse, en lugar de convertirse en objetivos móviles que se van desplazando.

De cara al futuro, los países deben mantener un ritmo intenso de saneamiento incluso después de corregir sus déficit excesivos, con el fin de alcanzar sus objetivos presupuestarios a medio plazo a la mayor brevedad posible. Es necesario adoptar medidas ambiciosas para mejorar sustancialmente las situaciones presupuestarias cuando hayan desaparecido los efectos inmediatos de la crisis, y no sólo porque ya se esté materializando el impacto del envejecimiento de la población sobre los presupuestos públicos y porque se intensificará notablemente en los próximos años (para más detalles, véase el recuadro titulado «Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico: proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población», en el Boletín Mensual de junio del 2009). Por tanto, la necesidad de alcanzar los objetivos a medio plazo es especialmente acuciante para asegurar la sostenibilidad presupuestaria a medio y a largo plazo. Esto podría verse facilitado por la adopción de reglas fiscales nacionales creíbles y bien diseñadas que promuevan el cumplimiento de los compromisos europeos (véase recuadro 9).

Recuadro 9

REGLAS FISCALES E INSTITUCIONES NACIONALES COMO COMPLEMENTO DEL MARCO PRESUPUESTARIO DE LA UE

El Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento proporcionan el marco jurídico e institucional para lograr y mantener unas finanzas públicas saneadas en la UE

y, por tanto, también deberían orientar las estrategias de salida y de saneamiento presupuestario de los Estados miembros destinadas a revertir las medidas de estímulo fiscal y a corregir con rapidez los déficit excesivos¹. Tal como se subraya extensamente en la literatura, las reglas fiscales nacionales podrían servir para complementar el marco presupuestario de la UE con el fin de reforzar la disciplina fiscal y garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro².

Las reglas fiscales nacionales se adaptan de manera natural a la soberanía nacional, se encuentran sujetas a la aprobación de los parlamentos nacionales y su aplicación puede ser controlada por organismos nacionales independientes, lo cual permite a los Gobiernos reforzar su compromiso de prudencia presupuestaria, adoptando reglas fiscales creíbles y ambiciosas, que pueden estar respaldadas por estrictos mecanismos de aplicación³. Por tanto, mientras que los límites máximos de déficit y de deuda pública del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, así como los objetivos presupuestarios a medio plazo, establecen referencias comunes y coherentes para la prudencia presupuestaria entre los Estados miembros, las reglas fiscales y las instituciones nacionales pueden reforzar el cumplimiento de dichas disposiciones de la UE.

La evidencia empírica reciente relativa a los países de la UE sugiere que unas reglas fiscales nacionales sólidas animan realmente a los Gobiernos a adoptar una orientación fiscal más prudente⁴. En concreto, ha surgido un amplio consenso acerca de que las restricciones sobre el gasto público basadas en reglas son un mecanismo adecuado para fomentar la prudencia presupuestaria a escala nacional, ya que las presiones políticas para apartarse de la disciplina presupuestaria tienden a ser especialmente acusadas por el lado del gasto⁵. Por consiguiente, cabría esperar que los países con reglas nacionales sobre gasto en vigor presenten, en igualdad de condiciones, un mayor grado de cumplimiento con el marco presupuestario de la UE que otros países de la zona.

Además de reforzar la disciplina presupuestaria de las Administraciones Centrales, las reglas fiscales nacionales son un instrumento útil para coordinar la política fiscal entre los diferentes niveles de Gobierno: la mayoría de los Estados miembros se caracteriza porque las administraciones subnacionales tienen una autonomía fiscal considerable. Esta estructura federal puede generar un problema común, dado que las repercusiones de la falta de disciplina fiscal de una administración subnacional suelen extenderse a otras jurisdicciones y afectan al sector público en general. Por tanto, restringir la política fiscal subnacional mediante reglas nacionales favorece la prudencia presupuestaria en los citados niveles, lo cual es necesario para cumplir los objetivos presupuestarios para las Administraciones Públicas establecidos en el marco presupuestario de la UE.

El entorno institucional general debe favorecer la aplicación de las reglas fiscales nacionales. En particular, puede ser necesario que instituciones independientes e imparciales evalúen el cumpli-

1 Para una breve visión general de las principales disposiciones del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, véase el recuadro titulado «Marco jurídico para lograr unas políticas fiscales sólidas en la UEM», en el Boletín Mensual de marzo del 2009. R. Morris, H. Ongena y L. Schuknecht, «The reform and implementation of the Stability and Growth Pact», Documento Ocasional n.º 47, BCE, 2006, contiene una descripción y una valoración exhaustivas de las reglas fiscales de la UE.

2 Véanse, por ejemplo, L. Schuknecht «EU fiscal rules: issues and lessons from political economy», Documento de Trabajo n.º 421, BCE, 2004, y M. Buti, S. Eijffinger y D. Franco, «Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?», Discussion Paper n.º 3692, CEPR, 2003.

3 Véase A. Fatás, J. von Hagen, A. Hughes Hallett, R. Strauch y A. Sibert, «Stability and Growth in Europe: Towards a Better Pact», *Monitoring European Integration* 13, ZEI/CEPR, Bonn/London, 2003.

4 Véase, por ejemplo, X. Debrun, L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals y M. Kumar, «Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union», *Economic Policy*, vol. 23 (4), pp. 297-362, 2008.

5 Véanse, por ejemplo, «Finanzas Públicas en la UEM», Comisión Europea, 2003, 2005 y 2006, y G. Ljungman, «Expenditure Ceilings – A Survey», Documento de Trabajo n.º 282, FMI, 2008.

miento de las citadas reglas por parte de los Gobiernos. Además, la fuerza de las reglas fiscales reside, en gran medida, en el hecho de que la opinión pública puede supervisar su cumplimiento. Para ello se requieren normas simples y cuantificables, así como una comunicación precisa y oportuna de los planes presupuestarios y de su evolución por parte de los Gobiernos.

El reciente repunte de la ratio de deuda pública señala otra área importante en la que las reglas fiscales y las instituciones nacionales podrían ser un complemento útil para el marco presupuestario de la UE. En concreto, un compromiso para alcanzar objetivos explícitos en relación con la deuda a escala nacional reforzaría la función disciplinaria de los marcos presupuestarios orientados hacia el déficit por dos razones. En primer lugar, dichos objetivos serían altamente transparentes para los votantes y, por tanto, proporcionarían una referencia clara con la que valorar los esfuerzos de un Gobierno por reducir su deuda. En segundo lugar, la fijación de objetivos de déficit y deuda disminuiría el incentivo político de realizar un cambio «extrapresupuestario» de actividades con el fin de cumplir las restricciones presupuestarias impuestas por el marco fiscal de la UE^{6,7}.

No se debe esperar un «remedio rápido» para los retos que afrontan las finanzas públicas en el entorno actual, especialmente dada la incertidumbre acerca del ritmo de recuperación. Sin embargo, tanto consideraciones de índole teórica como la experiencia en los distintos países sugieren que una aplicación y un cumplimiento rigurosos de los marcos presupuestarios basados en reglas ayudarán a dirigir la política fiscal hacia la sostenibilidad de las finanzas públicas.

6 Para más detalles sobre el uso de los ajustes déficit-deuda como mecanismo para cumplir las restricciones del marco presupuestario de la UE, véase J. von Hagen y G. Wolff, «What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU», *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, pp. 3.259-3.279, 2006.

7 La opinión de que los Gobiernos deberían adoptar ambiciosas medidas de reducción de la deuda también queda reflejada en el informe del personal técnico del FMI para la consulta del artículo IV de 2009 sobre las políticas de la zona del euro, que concluyó el 17 de julio de 2009.

Más allá de su impacto inmediato, la crisis financiera y la grave recesión económica también puede afectar a las finanzas públicas con un retardo, una presión que tiene su origen en tres riesgos importantes. En primer lugar, existen considerables riesgos asociados a las operaciones de rescate bancario que todavía afectan al activo y al pasivo del balance del sector público. Por un lado, es posible que los préstamos no se reembolsen (en su totalidad) o que los activos bancarios adquiridos deban venderse con pérdidas en el futuro y, por otro, los avales públicos proporcionados al sector financiero son pasivos contingentes que, en última instancia, pueden ser exigidos. En segundo lugar, el verdadero coste presupuestario de las medidas de rescate financiero todavía está sujeto a considerable incertidumbre. En particular, el 15 de julio, Eurostat publicó una decisión que implica que determinadas intervenciones públicas en apoyo de las instituciones y los mercados financieros durante la crisis financiera no se registrarán estadísticamente, al menos en una primera instancia, en las cuentas de las Administraciones Públicas. No obstante, con independencia de su inclusión en las citadas cuentas y del calendario de inclusión, los riesgos para las finanzas públicas asociados a estas operaciones deben ser objeto de un seguimiento atento y transparente. Por este motivo, Eurostat anunció también su intención de publicar, a partir de octubre del 2009, cuadros complementarios sobre las actividades realizadas en apoyo de instituciones financieras (avales públicos, fondos de titulización y mecanismos temporales de liquidez). En tercer lugar, la pronunciada contracción observada actualmente en la actividad económica puede ir seguida de un período prolongado de crecimiento económico moderado, lo que se traduciría en una caída del nivel estructural de los ingresos fiscales. Por tanto, para evitar un nuevo aumento de los déficit, los Gobiernos deben ajustar su gasto de manera adecuada a las nuevas condiciones macroeconómicas y, en particular, revertir los acusados incrementos de las ratios de gasto público a la mayor brevedad posible.

Ante estos riesgos presupuestarios, y dado que la mayor parte de los países de la zona del euro deberá afrontar ratios de deuda pública considerablemente más elevadas que antes de la crisis, la reducción de la deuda es necesaria y debe alcanzarse, preferentemente, por medio de una consolidación fiscal basada en la contención del gasto. La experiencia anterior en varios países de la zona muestra que es posible obtener reducciones rápidas y sustanciales de la deuda, y los Gobiernos podrían aplicar las lecciones extraídas de los éxitos del pasado a sus estrategias futuras (véase recuadro 10).

Recuadro 10

LA EXPERIENCIA CON LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

La crisis financiera y la grave recesión económica están contribuyendo a un aumento considerable de la deuda pública en relación con el PIB en muchos países de la zona del euro. Como esta situación plantea serios riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas y deberá abordarse de manera urgente, en este recuadro se examina la experiencia anterior con reducciones de la deuda en la zona del euro.

El incremento de las ratios de deuda pública en los países de la zona del euro plantea la cuestión de cuales serán los factores que contribuirán a estabilizar estas ratios y que, posteriormente, las situarán en una senda descendente. El análisis del éxito de experiencias anteriores en diversos países proporciona información valiosa cuando se consideran las posibles opciones en materia de política fiscal para reducir la deuda en el futuro. En el cuadro se presenta un resumen de la evolución de la deuda pública en los once países de la UE que adoptaron el euro cuando se creó la Unión Monetaria, en 1999, y en Grecia, que se incorporó en el 2001. El cuadro compara las ratios de deuda en 1991 (año en que se firmó el Tratado de Maastricht), 1998 (el año anterior al comienzo de la tercera fase de la UEM) y 2008, y enumera los países que registraron una reducción considerable de sus ratios de deuda, definida como una disminución total de más de 20 puntos porcentuales desde el máximo observado a mediados de la década de los noventa hasta el mínimo más reciente.

Como se muestra en las tres primeras columnas del cuadro, las ratios de deuda siguieron una evolución diferente en los distintos países. Algunos, como Alemania y Francia, no consiguieron revertir totalmente el aumento de sus ratios de deuda durante el período analizado y, en consecuencia, en el 2008 registraron ratios de deuda superiores a las de 1998. En cambio, otros países, como Irlanda y Bélgica, experimentaron un descenso significativo de sus ratios de deuda en comparación con las de 1991 y 1998, aunque partiendo de un nivel inicial elevado.

En cinco de los doce países examinados, concretamente Bélgica, Irlanda, España, Países Bajos y Finlandia, se registraron disminuciones considerables de las ratios de deuda, que se distribuyeron a lo largo de un período de más de diez años en todos los casos. El primer año (t_0) y el último (t_n) del período de reducción de la deuda se presentan entre paréntesis. Además, en el cuadro se muestra, para todos los países, el máximo de la ratio de deuda en el año anterior al comienzo del período de reducción de la deuda (t_1), el mínimo de esta ratio en el último año del período de reducción (t_n) y el descenso acumulado. Como puede observarse, las considerables reducciones de las ratios de deuda abarcan desde una disminución de unos 24 puntos porcentuales durante un período de 14 años, entre 1995 y el 2008, en Finlandia, a un descenso de más de 69 puntos porcentuales, en el período comprendido entre 1994 y el 2006, en Irlanda.

En las tres últimas columnas del cuadro la reducción total de la ratio de deuda pública desde el máximo hasta el mínimo registrado se desagrega en tres componentes. En primer lugar, el saldo primario, que en una situación de superávit tiende a reducir la ratio de deuda. En segundo lugar, el diferencial entre la tasa de crecimiento y el tipo de interés, conocido como efecto dominó, que indica que una ratio de deuda tiende a aumentar (disminuir) si la tasa de crecimiento del PIB se sitúa por debajo (por encima) del tipo de interés al que se remunera la deuda pública. En tercer lugar, el ajuste déficit-deuda, que recoge los efectos de la acumulación o la venta de activos financieros, de las variaciones en el valor de la deuda externa resultante de variaciones del tipo de cambio y de los restantes ajustes estadísticos, así como de otros residuos¹.

De las tres últimas columnas del cuadro pueden extraerse las siguientes conclusiones. En primer lugar, los superávit primarios contribuyeron sustancialmente al descenso de la deuda en los cinco países en los que se registró una reducción considerable de las ratios de deuda. La contribución de los superávit primarios fue de casi 5 puntos porcentuales del PIB por año, en promedio, para Bélgica y Finlandia, de unos 3,5 puntos porcentuales en el caso de Irlanda y de alrededor de 2,5 puntos porcentuales en los Países Bajos y España (calculada como la contribución total del saldo primario dividida por el número de años del período de reducción de la deuda). En segundo lugar, los cinco países se beneficiaron de un acusado descenso del tipo de interés real. En Irlanda y España, el crecimiento del PIB real fue lo suficientemente elevado, en promedio, como para generar un efecto dominó negativo, que contribuyó notablemente a la disminución de sus ratios de deuda. El fuerte crecimiento del pro-

1 Para obtener una visión general de los enfoques utilizados para la sostenibilidad fiscal, véase N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother and J.-P. Vidal, «Assessing fiscal soundness – theory and practice», Documento Ocasional, n.º 56, BCE, 2007. Para una panorámica de la composición del ajuste déficit-deuda, véase el artículo titulado «Conciliación de la diferencia entre déficit público y deuda pública», en el Boletín Mensual de abril del 2007.

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

(en porcentaje del PIB)

País/Período de reducción considerable de la deuda (t ₀ - t _n)	Ratio de deuda			Ratio de deuda		Variación de la ratio de deuda (t _n - t ₁) 1 = -2+3+4 (1)	Contribución		
	1991	1998	2008	Máximo (t ₁)	Mínimo (t _n)		Saldo primario (2)	Efecto dominó (3)	Ajuste déficit-deuda (4)
Bélgica (1994-2007)	127,0	117,1	89,6	134,2	84,0	-50,2	69,4	27,7	-8,5
Alemania	39,5	60,3	65,9						
Irlanda (1994-2006)	94,5	53,1	43,2	94,1	24,9	-69,2	48,7	38,1	17,5
Grecia	75,0	102,6	97,6						
España (1997-2007)	43,4	63,2	39,5	66,8	36,2	-30,6	25,3	-11,2	5,9
Francia	36,0	59,4	68,0						
Italia	98,0	114,9	105,8						
Luxemburgo	4,1	7,4	14,7						
Países Bajos (1994-2007)	76,6	65,7	58,2	78,5	45,6	-32,9	35,8	8,0	-5,1
Austria	56,3	64,8	62,5						
Portugal	57,7	52,1	66,4						
Finlandia (1995-2008)	22,2	48,2	33,4	57,8	33,4	-24,4	64,8	0,8	39,7

Fuentes: Cálculos del BCE basados en la base de datos AMECO de la Comisión Europea.

Nota: La variación de la deuda bruta de las Administraciones Públicas en relación con el PIB pueden descomponerse como sigue:

$$\Delta b_t = -pb_t + \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} + sf_t$$

donde t es un subíndice de tiempo, b es la deuda bruta de las Administraciones Públicas en porcentaje del PIB; pb es el saldo primario en porcentaje del PIB (saldo presupuestario, excluidos los pagos por intereses); r es el tipo de interés real; g es la tasa de crecimiento del PIB real; y sf es el ajuste déficit-deuda en porcentaje del PIB.

ducto en estos países también favoreció que se contabilizaran saldos primarios más elevados que los que se habrían registrado en otras circunstancias. En tercer lugar, los ajustes déficit-deuda contribuyeron de manera significativa a una ratio de deuda más alta en Finlandia e Irlanda. En el caso de Finlandia, el efecto de aumento de la deuda causado por el ajuste déficit-deuda puede atribuirse a las inversiones financieras de las Administraciones Públicas, incluyendo la acumulación de activos en las administraciones de Seguridad Social. En cuanto a Irlanda, las inyecciones de capital relacionadas principalmente con la financiación de las infraestructuras (es decir, transporte, telecomunicaciones y energía) desempeñaron un papel destacado. En los demás países, el impacto de los ajustes déficit-deuda sobre la evolución de la deuda pública fue más limitado.

Lecciones del pasado, lecciones para el futuro

La experiencia del pasado sugiere que una reducción de las ratios de deuda tan elevadas que se prevén actualmente para muchos países requerirá considerables esfuerzos de saneamiento de las finanzas públicas. Dado que las tasas de crecimiento del PIB real podrían ser relativamente moderadas en los años próximos, la probabilidad de que el diferencial de la tasa de crecimiento de los tipos de interés contribuya sustancialmente a un descenso de la deuda es escasa. Además, existe un elevado grado de incertidumbre acerca de los ingresos procedentes de la venta futura de activos financieros adquiridos por los Gobiernos durante la crisis financiera. Así pues, será fundamental generar superávit primarios considerables a través del saneamiento de las finanzas públicas. En este sentido, la literatura económica muestra que las consolidaciones fiscales basadas en la contención del gasto tienden a ser más duraderas y a contribuir más al crecimiento que las que se basan en aumentos de ingresos². Con una presión fiscal ya elevada, un saneamiento fiscal basado en los ingresos podría carecer de credibilidad, ya que los agentes económicos podrían anticipar que el aumento adicional de impuestos tendrá que ser revocado, debido, por ejemplo, a su efecto negativo sobre los incentivos económicos, la competitividad internacional y el crecimiento potencial³. Por el contrario, las reducciones de gasto podrían convencer a los agentes de que el esfuerzo para llevar a cabo un ajuste estructural es serio y que dará lugar a una mejora duradera de la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las ambiciosas reformas del gasto, que incluyen un menor consumo público y reformas significativas en las transferencias a los hogares, ayudaron a que Finlandia, Irlanda y los Países Bajos, en particular, redujeran sus ratios de gasto primario en relación con sus ratios de ingresos y crearán importantes superávit primarios, que respaldaron el descenso continuado de sus elevadas ratios de deuda⁴. Además, las estrategias de saneamiento basadas en el gasto podrían afectar a la evolución macroeconómica a través de los salarios y de la inversión. En concreto, si los recortes del gasto en materia de empleo público provocan una reducción de las presiones salariales en la economía, ello podría inducir a las empresas a contratar más trabajadores y a aumentar su gasto en inversión, lo que sostendría el crecimiento a largo plazo. A su vez, ello ayudaría indirectamente a reducir la deuda a través del mencionado efecto dominó y de ingresos adicionales, así como de un menor gasto en transferencias.

2 Véase también A. Afonso, «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», Documento de Trabajo n.º 675, BCE, 2006, y G. Giudice, A. Turrini y J. in't Veld, «Non-Keynesian Fiscal Adjustments? A Close Look at Expansionary Fiscal Consolidations in the EU», *Open Economies Review*, vol. 18 (5), pp. 613-630, 2007.

3 Véase, por ejemplo, Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, «Labour supply and employment in the euro area countries – developments and challenges», Documento Ocasional, n.º 87, BCE, 2008.

4 Véase también S. Hauptmeier, M. Heipertz y L. Schuknecht, «Expenditure Reform in Industrialised Countries – A Case-Study Approach», *Fiscal Studies*, vol. 28 (3), pp. 293-342, 2007.

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

6.1 TIPOS DE CAMBIO

En los primeros meses del 2009, las fuertes oscilaciones y los elevados niveles de volatilidad observados en los mercados de divisas tras la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 comenzaron a atenuarse. Desde finales de mayo, la amplitud de las fluctuaciones del euro frente a las principales monedas se ha reducido aún más y las volatilidades implícitas se han aproximado a las medias históricas. Como resultado de la reducción de las fluctuaciones, mutuamente compensatorias, de sus tipos de cambio bilaterales, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se ha mantenido prácticamente estable en los tres meses transcurridos hasta el 2 de septiembre de 2009.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

A finales del 2008 y, en menor medida, a principios del 2009, los tipos de cambio de las principales monedas fueron muy volátiles y experimentaron grandes oscilaciones, debido, principalmente, a los rápidos cambios en la situación de los mercados financieros y a la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas en varias regiones del mundo. Al atenuarse las tensiones en los mercados financieros en el transcurso del 2009 y, especialmente, a partir de finales de mayo, también se moderaron las fluctuaciones de los tipos de cambio bilaterales del euro y las volatilidades implícitas se aproximaron a las medias históricas o se situaron en esos niveles.

El 2 de septiembre de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba prácticamente al mismo nivel que a finales de mayo (véase gráfico 56). La relativa estabilidad del tipo de cambio efectivo del euro en este período refleja movimientos compensatorios de los tipos bilaterales, así como una disminución de las fluctuaciones frente a las principales monedas. Por una parte, el euro se depreció frente al yen japonés y las monedas de los Estados miembros de la UE que se incorporaron en el 2004 y en el 2007 y que no participan en el MTC II, a las que parece haber beneficiado la moderación de la aversión al riesgo. Por otra parte, el euro se apreció ligeramente

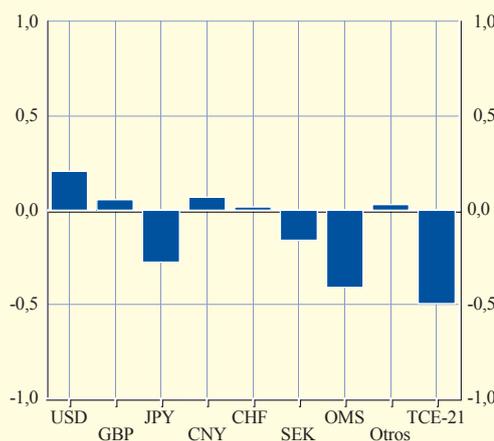
Gráfico 56 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 29 de mayo al 2 de septiembre de 2009
(en puntos porcentuales)



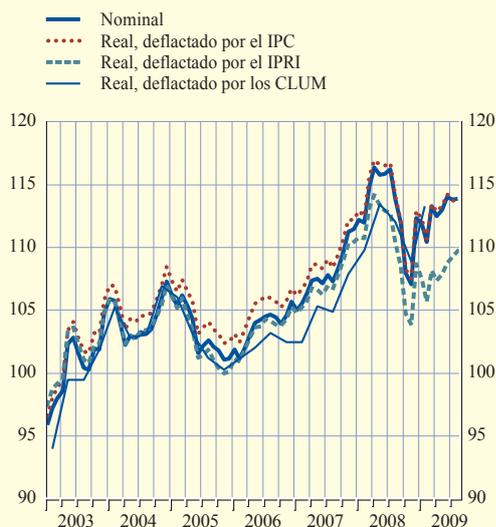
Fuente: BCE.

1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro 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.

Gráfico 57 Tipos de cambio efectivos nominal y real del euro¹⁾

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Un aumento de los índices de los TCE-21 supone una apreciación del euro. Las observaciones mensuales más recientes corresponden a agosto del 2009. En el caso de los TCE-21 reales basados en los CLUM, la última observación, basada en parte en estimaciones, corresponde al primer trimestre del 2009.

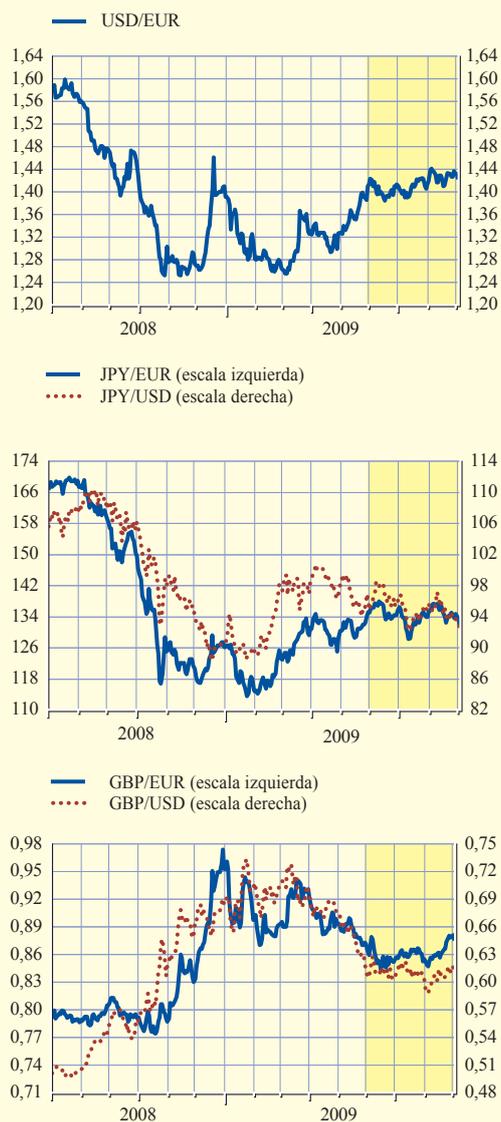
frente al dólar estadounidense, al parecer, como consecuencia de la positiva información pública respecto a las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro y de la inquietud suscitada por las perspectivas fiscales de Estados Unidos. Al mismo tiempo, el intervalo de fluctuación del tipo de cambio bilateral del euro frente al dólar fue relativamente estrecho. Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, basados en la evolución de los deflatores de los precios de consumo e industriales, en julio del 2009, el tipo de cambio efectivo real del euro se situaba en promedio en torno a un 1,0% por encima de la media del 2008 (véase gráfico 57).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Tras un período de fuertes oscilaciones de los principales tipos de cambio bilaterales en el segundo semestre del 2008 y, en menor medida, a comienzos del 2009 —que se tradujo en un debilitamiento general del euro frente al dólar en un contexto de mayor incertidumbre— la moneda única ha tendido a apreciarse desde principios de marzo. Esta apreciación parece haber tenido, en parte, su origen en la moderación de las tensiones en los mercados financieros y en el consiguiente descenso de las percepciones de riesgo. Desde finales de mayo, el euro se ha apreciado ligeramente en un contexto de inquietud.

Gráfico 58 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

Nota: La zona sombreada corresponde al período comprendido entre el 29 de mayo de 2009 y el 2 de septiembre de 2009.

tud respecto a las perspectivas fiscales de Estados Unidos y, más recientemente, como consecuencia de la publicación de datos que apuntan a una mejora de las perspectivas económicas de la zona del euro (véase gráfico 58). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita se redujo en mayor medida, situándose en niveles registrados por última vez en el verano del 2008. El 2 de septiembre de 2009, el euro cotizaba a 1,42 dólares estadounidenses, es decir, un 0,9% por encima del nivel de finales de mayo del 2009 y un 3,3% por debajo de la media del 2008.

YEN JAPONÉS/EURO

Durante el pasado año, la evolución del tipo de cambio del euro frente al yen ha seguido una trayectoria, hasta cierto punto, paralela a la observada frente al dólar estadounidense. En el segundo semestre del 2008, la rápida corrección de las posiciones de *carry trade* contribuyó a un acusado debilitamiento del euro frente al yen. Tras registrar algunas fluctuaciones, el euro comenzó a apreciarse a principios del 2009, principalmente en el contexto de la significativa caída de la actividad económica en Japón. En los meses siguientes, la volatilidad implícita se redujo drásticamente y el tipo de cambio bilateral fluctuó entre 128 y 138 yenes por euro, al parecer, como consecuencia de los cambios en la percepción general del riesgo en los mercados financieros. El 2 de septiembre, el euro cotizaba a 131,6 yenes, es decir, un 2,7% por debajo del nivel registrado a finales de mayo y un 13,6% por debajo de la media del 2008.

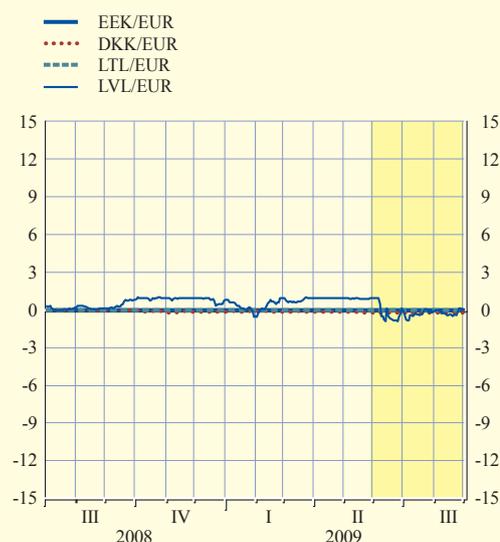
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 59). Al lats letón le favoreció la moderación de la inquietud de los mercados respecto a la evolución económica en Estonia, tras la aprobación, por parte del Parlamento letón, de las enmiendas al presupuesto a mediados de junio. Por consiguiente, el lats cotizó principalmente en la zona fuerte de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas del Reino Unido ha seguido contribuyendo a las fluctuaciones del tipo de cambio del euro frente a la libra esterlina, aunque la amplitud de dichas fluctuaciones se ha reducido en comparación con la observada a finales del 2008. El 2 de septiembre, el euro se mantenía prácticamente estable frente a la libra esterlina en relación con los niveles de finales de mayo. Al mismo tiempo, la moneda única ha seguido depreciándose frente al zloty polaco, la corona checa y, en menor medida, frente al forint húngaro, en un 6,9%, un 4,2%, y un 2,2%, respectivamente entre finales de mayo y el 2 de septiembre de 2009, debido, posiblemente, a una mejora en las percepciones de los participantes en los mercados respecto a la situación macroeconómica de estos países. La inquietud de los

Gráfico 59 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

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



Fuente: BCE.

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

mercados respecto a las perspectivas económicas de los países bálticos contribuyó a que el tipo de cambio del euro frente a la corona sueca experimentase cierta volatilidad, pero, al atenuarse las inquietudes de los mercados tras la aprobación de las enmiendas del presupuesto en Letonia, el tipo de cambio del euro se depreció frente a la corona sueca un 3,3% en los tres meses transcurridos hasta el 2 de septiembre de 2009. Sin embargo, debido a la evolución observada a finales del 2008 y principios del 2009, las monedas de los estados miembros de la UE que no participan en el MTC II siguen estando más depreciadas frente al euro de lo que lo estuvieron en el primer semestre del 2008.

OTRAS MONEDAS

A finales del 2008, el euro se depreció notablemente frente al franco suizo, dado que éste se vio favorecido, al parecer, por las entradas de capital que se produjeron tras la intensificación de la crisis financiero. Tras registrar unas pequeñas fluctuaciones a principios del 2009, el euro comenzó a debilitarse de nuevo. Hacia mediados de marzo, tras la decisión del Banco Nacional de Suiza de intervenir en el mercado de divisas para limitar la apreciación del franco suizo, el euro experimentó una fuerte apreciación y se estabilizó en torno a 1,52 francos suizos. En los tres últimos meses, el euro se ha mantenido prácticamente estable frente a la moneda suiza, pese a ciertas fluctuaciones tras las anunciadas intervenciones en el mercado de divisas por parte del Banco Nacional de Suiza a finales de junio. El 2 de septiembre, el euro cotizaba frente al franco suizo un 14,4% por encima del nivel medio registrado en el 2008.

6.2 BALANZA DE PAGOS

En el segundo trimestre del 2009, el ritmo de contracción del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro registró una acusada moderación, tras la caída sin precedentes observada en los dos trimestres anteriores. En el mismo período, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona repuntó tanto en el activo como en el pasivo. En el año transcurrido hasta junio del 2009, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 122,6 mm de euros (1,3% del PIB), mientras que, en la cuenta financiera, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera registraron una escalada, situándose en 439,0 mm de euros, como consecuencia de las mayores entradas de valores distintos de acciones.

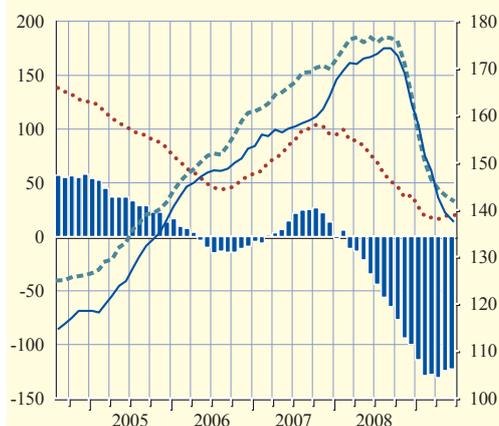
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

En el año transcurrido hasta junio del 2009, el déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro ascendió a 122,6 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden a un 1,3%, aproximadamente, del PIB. Si bien el déficit por cuenta corriente se redujo hacia el final del período de doce meses transcurrido hasta junio del 2009, el déficit acumulado fue mucho mayor que en el mismo pe-

Gráfico 60 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.

ríodo un año antes (véase gráfico 60). El deterioro fue generalizado, pero afectó especialmente a la balanza de bienes, que pasó de superávit a déficit en el período considerado (véase cuadro 9). La acusada desaceleración de la actividad económica mundial como consecuencia de la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 fue un lastre para la demanda exterior de productos de la zona del euro. Por consiguiente, en los doce meses transcurridos hasta junio del 2009, las exportaciones de bienes y servicios se redujeron de forma más pronunciada que las importaciones, y la balanza de bienes registró un déficit de 9,6 mm de euros, frente al superávit de 24,7 mm de euros contabilizado en el período de doce meses anterior. Al mismo tiempo, el superávit de la balanza de servicios casi se redujo a la mitad, situándose en 28,9 mm de euros. Por lo que respecta a otros componentes de la cuenta corriente, el déficit de la balanza de rentas se incrementó de forma significativa, principalmente porque, en el contexto de las repatriaciones de fondos realizadas por residentes en la zona del euro, los ingresos en concepto de inversiones se redujeron más que los pagos por inversiones a no residentes en la zona. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó ligeramente.

En cuanto a la evolución más reciente, cabe señalar que la contracción del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro registró una acusada moderación en el segundo trimestre del 2009, especial-

Cuadro 9 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2009		Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	May	Jun	2008 Sep	2008 Dic	2009 Mar	2009 Jun	2008 Jun	2009 Jun
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-0,1	-5,3	-7,8	-14,4	-14,8	-3,8	-34,5	-122,6
Bienes	2,9	2,2	-0,9	-1,3	-3,5	2,5	24,7	-9,6
Exportaciones	103,5	104,6	134,5	122,2	106,4	104,1	1.570,4	1.401,6
Importaciones	100,6	102,4	135,5	123,5	109,9	101,5	1.545,7	1.411,2
Servicios	2,9	0,5	3,1	2,8	1,6	2,2	51,4	28,9
Exportaciones	38,6	36,9	41,9	41,9	40,0	38,0	505,4	485,7
Importaciones	35,6	36,4	38,8	39,1	38,4	35,9	454,0	456,8
Rentas	2,0	-2,8	-2,4	-7,1	-3,8	-1,3	-15,8	-43,6
Transferencias corrientes	-7,9	-5,2	-7,6	-8,8	-9,1	-7,2	-94,9	-98,3
Cuenta financiera¹⁾	26,6	-7,4	20,6	42,1	49,3	5,6	136,7	352,6
Total inversiones directas y de cartera netas	62,8	36,7	28,5	42,1	47,0	28,7	-54,7	439,0
Inversiones directas netas	4,8	-8,5	-12,0	-25,9	-12,8	-2,7	-144,1	-160,4
Inversiones de cartera netas	58,0	45,2	40,5	68,1	59,8	31,4	89,5	599,4
Acciones y participaciones	8,5	0,4	-7,5	2,5	7,8	-3,5	2,3	-1,8
Valores distintos de acciones	49,5	44,8	48,0	65,6	52,0	34,9	87,2	601,2
Bonos y obligaciones	56,1	54,6	14,7	14,0	46,5	29,5	146,9	314,0
Instrumentos del mercado monetario	-6,6	-9,8	33,3	51,5	5,4	5,5	-59,7	287,2
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,6	-0,4	-0,1	-7,0	-10,8	-3,0	7,7	-9,1
Importaciones	-0,8	1,9	1,1	-6,7	-8,8	-7,3	8,5	-6,6
Bienes								
Exportaciones	-0,6	1,1	0,0	-9,2	-12,9	-2,2	7,1	-10,7
Importaciones	-1,1	1,8	1,2	-8,8	-11,0	-7,6	8,4	-8,7
Servicios								
Exportaciones	-0,4	-4,3	-0,5	-0,0	-4,5	-4,9	9,5	-3,9
Importaciones	-0,1	2,0	0,7	0,6	-1,7	-6,6	8,6	0,6

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

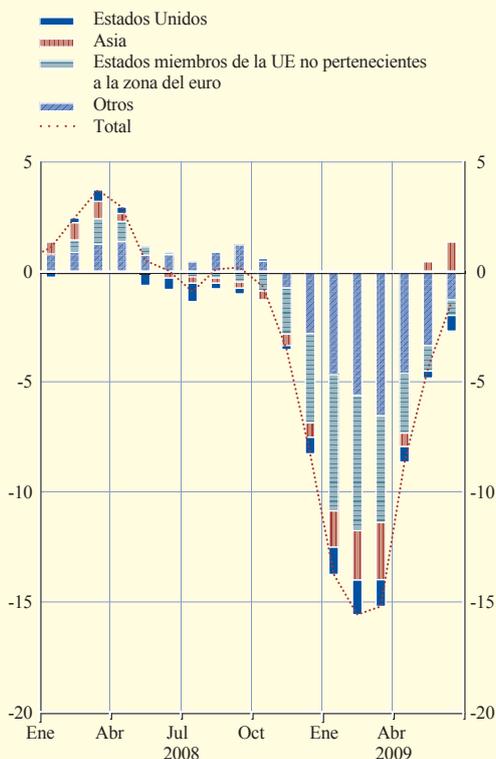
mente las exportaciones. Esta moderación se produjo tras la excepcional desaceleración registrada en los dos trimestres anteriores y fue reflejo de una evolución similar del comercio mundial. Probablemente, la estabilización de las exportaciones de la zona del euro se debe, ante todo, al hecho de que, tras tocar fondo, la actividad económica general haya comenzado a repuntar en los principales mercados de exportación y a una gradual reactivación de las cadenas de producción internacionales en vista del agotamiento de las existencias. Por lo que se refiere a las importaciones, la subida de los precios de importación de la energía fue un factor adicional que contribuyó a la estabilización del comercio en términos nominales. A pesar de las mejoras observadas en el segundo trimestre, los flujos comerciales de la zona del euro se mantuvieron muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Examinando la evolución con más detalle se observa que la caída de las exportaciones de bienes y servicios se redujo hasta el $-3,0\%$, en tasa intertrimestral y términos nominales, desde el $-10,8\%$ registrado en el primer trimestre del 2009. La contracción más lenta de las exportaciones de bienes sólo se compensó parcialmente con una ligera aceleración de la caída de las exportaciones de servicios. Al mismo tiempo, se produjo también una reducción más lenta de las importaciones de bienes y servicios ($-7,3\%$ en el segundo trimestre). No obstante, la mejora fue menos notable que en el caso de las exportaciones, debido a la debilidad de las importaciones de servicios. Como resultado, las importaciones de bienes y servicios experimentaron una contracción mayor que las exportaciones, a diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre del año.

Por categorías amplias de bienes, las exportaciones de bienes intermedios a países no pertenecientes a la zona del euro registraron la mejora más notable en comparación con el primer trimestre del 2009 (tanto en términos nominales como en términos reales). Las exportaciones de bienes de capital siguieron reduciéndose con rapidez, aunque en menor medida que en el primer trimestre. Las exportaciones de bienes de consumo, que habían reaccionado de forma menos acusada que las exportaciones de otros tipos de bienes frente a la perturbación de la demanda mundial, también registraron tasas de crecimiento más próximas a los valores positivos en el segundo trimestre del 2009. Al mismo tiempo, las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro mostraron ciertos indicios de gradual estabilización en todas las categorías de bienes, aunque de forma menos notable que las exportaciones.

La distribución geográfica del comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro revela que la desaceleración de la caída fue generalizada, con la notable excepción de las importaciones provenientes de Estados Unidos, que registraron un descenso significativamente mayor que en el primer trimestre. En lo tocante a las exportaciones, un importante factor determinante de la moderación fue la reactivación de las exportaciones a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase gráfico 61). Las exportaciones a estos Estados representan más

Gráfico 61 Contribuciones al crecimiento de las exportaciones nominales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro

(tasa de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de un tercio de las exportaciones de la zona a otros países. En un contexto de recuperación de la actividad económica en las economías emergentes de Asia, las tasas de crecimiento intertrimestral de las exportaciones a esta región registraron un importante avance en territorio positivo, lo que contribuyó a la mejora general de las exportaciones de la zona del euro.

CUENTA FINANCIERA

En el período de doce meses transcurrido hasta junio del 2009, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera registraron un notable incremento, alcanzando la cifra de 439,0 mm de euros, frente a las salidas netas de 54,7 mm de euros contabilizadas en el mismo período un año antes (véase cuadro 9). Este cambio de signo tuvo su origen en un pronunciado aumento de las entradas netas de valores distintos de acciones tras la crisis financiera (véase gráfico 62).

Considerando la evolución con mayor detalle, se observa que los instrumentos del mercado monetario registraron entradas netas por importe de 287,2 mm de euros en el año transcurrido hasta junio del 2009, frente a unas salidas netas de 59,7 mm de euros en el período de doce meses anterior. Al mismo tiempo, las entradas netas de bonos y obligaciones a más largo plazo también se incrementaron de forma sustancial, hasta un total de 314,0 mm de euros. El aumento de las entradas netas de ambos tipos de valores de renta fija en la zona del euro guarda relación, probablemente, con la dinámica de la crisis financiera. En vista del alto grado de volatilidad de los mercados financieros, el excepcional nivel de incertidumbre y la debilidad de las perspectivas económicas, los inversores han centrado sus preferencias en los activos seguros y líquidos. Por las mismas razones, los residentes en la zona del euro han repatriado fondos invertidos en el exterior (en mayor medida que los no residentes han reducido sus inversiones en la zona), lo que se ha traducido en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera. También es probable que un aumento general del sesgo nacional y de la aversión al riesgo haya contribuido a la caída de los flujos de inversión directa —tanto en el activo como en el pasivo— observada en el año transcurrido hasta junio del 2009. Dado que las inversiones directas de la zona del euro en el exterior se redujeron menos que las inversiones directas de no residentes en la zona, las salidas netas aumentaron ligeramente, hasta 160,4 mm de euros, en los doce meses transcurridos hasta junio del 2009. Sin embargo, este aumento sólo compensó, en parte, el incremento de las entradas netas de inversiones de cartera.

Por lo que respecta a la evolución más reciente, los flujos totales de inversiones directas y de cartera repuntaron en el segundo trimestre del 2009, tanto en el activo como en el pasivo. Dado que la mejora fue más pronunciada en el activo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera casi se redujeron a la mitad en el segundo trimestre del 2009 en comparación con el primer trimestre, registrándose, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 28,7 mm de euros. Si bien ello se debió, principalmente, al descenso de las entradas netas de bonos y obligaciones, también influyó el cambio de signo, a salidas netas, registrado en los valores de renta variable. Las entradas netas de ins-

Gráfico 62 Total de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

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



Fuente: BCE.

trumentos del mercado monetario prácticamente no experimentaron variación con respecto al primer trimestre del 2009, permaneciendo muy por debajo de los elevados niveles observados en el último trimestre del 2008. Esta evolución podría ser una señal de que los inversores han reconsiderado la asignación de sus activos, en vista de las percepciones más favorables de los mercados respecto al crecimiento de la economía mundial y la situación de los mercados financieros. Como consecuencia, las preferencias de los inversores por los activos seguros y líquidos parecen haberse atenuado en los tres últimos meses y ha decrecido la repatriación de fondos por parte de residentes en la zona del euro.

Por lo que se refiere a la inversión directa neta, tanto las inversiones directas de residentes en la zona del euro en el exterior como las inversiones directas de no residentes en la zona han aumentado en el segundo trimestre del 2009, posiblemente como consecuencia de las estrategias mundiales de concentración de los mercados y de una mejora de las perspectivas económicas mundiales que son ahora menos sombrías. Las inversiones directas de residentes de la zona del euro en el exterior superaron a las realizadas en la zona por no residentes, lo que se tradujo en unas salidas netas medias mensuales de 2,7 mm de euros en el segundo trimestre del 2009.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

	PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor	S25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

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

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 interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje, fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,7	4,64	3,69
2008 III	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,2	4,98	4,34
IV	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,0	4,24	3,69
2009 I	5,3	7,2	6,0	-	4,6	26,3	2,01	3,77
II	8,0	5,5	4,3	-	2,2	27,9	1,31	3,99
2009 Mar	5,9	6,2	5,1	5,2	3,1	28,2	1,64	3,77
Abr	8,3	5,9	4,9	4,6	2,3	28,5	1,42	3,79
May	7,9	5,0	3,7	4,1	1,8	27,9	1,28	4,18
Jun	9,4	4,9	3,6	3,4	1,5	26,0	1,23	3,99
Jul	12,2	4,7	3,0	.	0,6	.	0,97	3,74
Ago	.	.	.	.	.	.	0,86	3,68

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo ⁵⁾

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,3	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 IV	2,3	3,4	4,0	-1,7	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 I	1,0	-2,0	3,7	-4,9	-18,4	72,5	-1,3	8,8
II	0,2	-5,7	.	-4,7	-18,6	69,9	.	9,3
2009 Mar	0,6	-3,2	-	-	-19,2	-	-	9,0
Abr	0,6	-4,8	-	-	-21,2	70,3	-	9,2
May	0,0	-5,9	-	-	-17,6	-	-	9,3
Jun	-0,1	-6,5	-	-	-16,9	-	-	9,4
Jul	-0,7	-8,5	-	-	.	69,5	-	9,5
Ago	-0,2	.	-	-	.	-	-	.

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

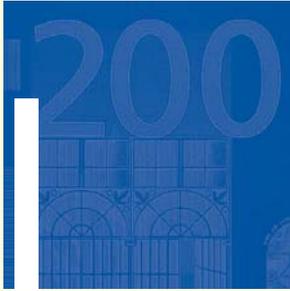
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁶⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							6		7
1	2	3	4	5	6	7	8	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-89,0	-6,0	-242,3	441,5	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	-28,5	-0,6	-77,7	204,2	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 I	-40,8	-10,3	-38,5	179,4	395,7	111,9	112,2	1,3029
II	-19,0	10,8	-8,2	94,3	381,5	113,2	113,5	1,3632
2009 Mar	-6,1	3,3	-20,6	95,7	395,7	113,3	113,4	1,3050
Abr	-7,4	3,9	-4,5	-9,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
May	-11,6	2,2	4,8	58,0	392,2	113,0	113,3	1,3650
Jun	0,0	4,7	-8,5	45,2	381,5	114,0	114,3	1,4016
Jul	.	.	.	.	386,5	113,8	113,8	1,4088
Ago	.	.	.	.	.	113,9	113,7	1,4268

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

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

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase el cuadro 4.7.
- Los datos se refieren al Euro-16, salvo indicación en contrario.
- Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2009 7 agosto	2009 14 agosto	2009 21 agosto	2009 28 agosto
Oro y derechos en oro	232.117	232.118	232.109	232.111
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	158.023	158.429	158.416	197.249
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	60.771	61.288	56.935	59.285
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.535	17.924	17.178	17.358
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	761.631	727.458	729.812	712.111
Operaciones principales de financiación	80.785	73.596	76.056	77.530
Operaciones de financiación a plazo más largo	680.732	653.646	356.645	634.424
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	92	207	62	108
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	19	9	48	49
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	24.016	22.607	22.955	22.095
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	308.826	311.542	312.553	313.090
Valores mantenidos con fines de política monetaria	5.554	7.033	7.926	8.787
Otros valores	303.272	304.510	304.627	304.303
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.230	36.230	36.230	36.230
Otros activos	236.745	234.162	232.176	231.842
Total activo	1.835.895	1.801.757	1.798.364	1.821.371

2. Pasivo

	2009 7 agosto	2009 14 agosto	2009 21 agosto	2009 28 agosto
Billetes en circulación	775.034	772.829	768.321	767.167
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	404.144	375.003	381.326	345.527
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	182.116	264.188	221.138	202.940
Facilidad de depósito	222.024	110.812	160.184	142.577
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	3	3	4	10
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	245	246	222	219
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	124.622	123.373	125.173	145.255
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	98.339	98.758	91.344	93.391
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.085	3.598	2.984	3.422
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.235	12.017	12.818	12.236
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	5.436	5.436	5.436	46.286
Otros pasivos	152.000	149.742	149.986	147.111
Cuentas de revalorización	187.797	187.797	187.797	187.797
Capital y reservas	72.959	72.959	72.959	72.958
Total pasivo	1.835.895	1.801.757	1.798.364	1.821.371

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	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Operaciones principales de financiación									
2009 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
8	106.406	397	106.406	1,00	-	-	-	-	7
15	100.294	389	100.294	1,00	-	-	-	-	7
22	88.272	396	88.272	1,00	-	-	-	-	7
29	94.780	382	94.780	1,00	-	-	-	-	7
5 Ago	80.785	348	80.785	1,00	-	-	-	-	7
12	73.596	320	73.596	1,00	-	-	-	-	7
19	76.056	330	76.056	1,00	-	-	-	-	7
26	77.530	325	77.530	1,00	-	-	-	-	7
2 Sep	72.086	286	72.086	1,00	-	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo									
2009 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
25	6.432	70	6.432	1,00	-	-	-	-	98
8 Jul	38.285	86	38.285	1,00	-	-	-	-	35
9	2.996	28	2.996	1,00	-	-	-	-	91
9	9.067	56	9.067	1,00	-	-	-	-	189
30	9.492	68	9.492	1,00	-	-	-	-	91
12 Ago	30.686	90	30.686	1,00	-	-	-	-	28
13	13.024	20	13.024	1,00	-	-	-	-	91
13	11.875	53	11.875	1,00	-	-	-	-	182
27	8.321	35	8.321	1,00	-	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 2 Oct	Operaciones temporales	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	Captación de depósitos a plazo fijo	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	Operaciones temporales	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
7 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
11 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- 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.
- 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 puedan realizar sus pujas.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.

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	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 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
May	18.487,3	9.972,0	854,6	2.404,7	1.224,1	4.031,9
Jun	18.518,3	10.003,9	818,8	2.432,6	1.207,0	4.056,0

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 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	219,2	1,1	0,0	1,00
11 Ago	216,0	216,9	0,9	0,0	1,00
8 Sep	215,9	.	.	.	.

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 ²⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾	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
2008 9 Dic	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
7 Jul	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1.102,0
11 Ago	433,6	94,1	694,0	0,3	2,8	185,1	22,1	770,8	133,9	-103,9	216,9	1.172,8

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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

4) A partir del 1 de enero de 2009, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante operaciones de ajuste por el Náródná 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														
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	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	312,9
2009 I	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
2009 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	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,6	322,9	2,5	50,2	-	15,0	488,8	15,8	330,9
Jun	2.893,4	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	385,4	327,0	2,7	55,7	-	15,0	481,7	16,4	323,4
Jul ³⁾	2.734,4	1.500,7	17,7	0,7	1.482,4	391,8	327,8	3,0	60,9	-	15,3	484,3	16,5	325,8
IFM, excluido del Eurosistema														
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	31.841,0	18.053,4	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	2.890,2
2009 I	31.747,5	17.907,6	970,7	10.810,5	6.126,5	4.920,9	1.387,3	1.447,7	2.085,8	104,1	1.185,5	4.545,2	215,1	2.869,0
2009 Abr	31.862,9	17.907,6	982,4	10.806,9	6.118,3	4.993,8	1.405,1	1.473,1	2.115,6	104,0	1.217,7	4.611,1	214,0	2.814,7
May	31.528,1	17.859,5	974,7	10.804,2	6.080,6	5.042,6	1.422,0	1.477,4	2.143,2	102,6	1.214,7	4.477,0	214,5	2.617,3
Jun	31.820,7	18.061,6	998,5	10.834,9	6.228,2	5.075,7	1.466,5	1.488,2	2.121,0	95,5	1.198,6	4.430,0	215,2	2.744,1
Jul ³⁾	31.722,5	17.956,7	999,2	10.795,7	6.161,7	5.099,4	1.476,7	1.483,9	2.138,8	95,3	1.206,8	4.388,6	216,0	2.759,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4
2009 I	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
2009 Abr	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,2	274,9	314,1
May	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9
Jun	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	208,0	358,6
Jul ³⁾	2.734,4	795,1	1.106,7	126,0	22,5	958,2	-	0,1	286,7	192,5	353,3
IFM, excluido del Eurosistema											
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	31.841,0	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.244,0
2009 I	31.747,5	-	16.609,0	216,2	9.786,2	6.606,6	885,2	4.936,0	1.778,4	4.344,4	3.194,4
2009 Abr	31.862,9	-	16.646,0	197,2	9.870,7	6.578,1	886,1	4.976,6	1.790,7	4.399,9	3.163,6
May	31.528,1	-	16.569,3	194,4	9.877,2	6.497,7	874,5	5.000,3	1.803,4	4.267,0	3.013,7
Jun	31.820,7	-	16.792,6	227,5	9.931,2	6.633,8	837,3	4.984,0	1.826,7	4.229,5	3.150,6
Jul ³⁾	31.722,5	-	16.625,7	170,2	9.902,2	6.553,3	853,5	5.007,3	1.842,7	4.192,2	3.201,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	22.317,5	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	24.107,8	11.755,1	986,2	10.768,8	2.961,4	1.552,6	1.408,8	786,3	5.236,4	227,3	3.141,3
2009 I	24.151,4	11.800,5	989,4	10.811,1	3.160,3	1.710,1	1.450,2	770,0	5.036,2	230,8	3.153,5
2009 Abr	24.236,6	11.808,1	1.000,5	10.807,6	3.207,0	1.731,6	1.475,4	795,5	5.098,5	229,8	3.097,7
May	23.908,3	11.797,7	992,8	10.804,9	3.224,8	1.744,9	1.479,9	792,9	4.965,8	230,2	2.896,8
Jun	24.075,3	11.851,7	1.016,2	10.835,5	3.284,4	1.793,5	1.491,0	779,3	4.911,7	231,6	3.016,6
Jul ^(p)	24.024,1	11.813,3	1.016,9	10.796,4	3.291,5	1.804,6	1.486,9	777,9	4.872,9	232,5	3.036,1
Operaciones											
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	1.611,2	601,2	12,5	588,7	373,0	58,1	314,9	-56,0	-71,2	-2,1	765,7
2009 I	-141,8	6,5	2,1	4,3	179,8	142,0	37,8	-4,5	-279,5	2,1	-46,2
II	-199,4	72,8	27,3	45,5	135,7	89,6	46,1	4,5	-36,5	0,6	-377,5
2009 Abr	59,2	7,0	11,3	-4,3	47,4	21,2	26,2	21,2	41,4	-1,1	-56,7
May	-218,0	6,7	-7,4	14,1	29,0	20,7	8,3	-3,3	-50,3	0,4	-201,5
Jun	-40,6	59,0	23,4	35,6	59,4	47,7	11,6	-13,4	-27,6	1,3	-119,2
Jul ^(p)	-60,7	-31,3	0,7	-32,0	-0,6	6,0	-6,5	-6,2	-35,8	0,9	16,4

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
Saldos vivos										
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	24.107,8	722,9	259,6	9.727,2	726,3	2.828,2	1.613,7	4.779,3	3.567,3	-117,1
2009 I	24.151,4	719,9	351,8	9.809,5	780,8	2.801,3	1.645,3	4.646,0	3.496,2	-99,8
2009 Abr	24.236,6	729,2	337,5	9.892,2	781,8	2.811,8	1.647,0	4.674,8	3.477,7	-115,7
May	23.908,3	732,0	331,5	9.896,2	771,6	2.806,9	1.658,2	4.516,0	3.314,5	-119,1
Jun	24.075,3	735,0	352,7	9.954,8	741,5	2.807,5	1.675,7	4.437,5	3.509,1	-138,8
Jul ^(p)	24.024,1	745,5	296,2	9.924,7	758,0	2.807,7	1.685,2	4.384,7	3.554,4	-132,5
Operaciones										
2007	2.573,3	45,8	-13,4	838,8	54,5	270,0	150,1	774,5	465,7	-13,1
2008	1.611,2	83,2	106,1	606,8	29,8	-27,8	142,6	64,8	664,9	-59,2
2009 I	-141,8	-4,3	89,3	26,3	55,8	-37,3	17,3	-197,5	-84,2	-7,3
II	-199,4	15,0	0,9	153,3	-20,2	21,9	33,9	-167,6	-214,4	-22,1
2009 Abr	59,2	9,3	-14,0	79,6	2,3	5,7	4,3	7,8	-16,1	-19,7
May	-218,0	2,8	-5,9	16,0	0,6	15,7	12,0	-84,5	-188,5	13,8
Jun	-40,6	3,0	20,8	57,7	-23,1	0,4	17,6	-91,0	-9,8	-16,2
Jul ^(p)	-60,7	10,5	-56,5	-29,5	16,2	-1,7	6,0	-53,8	35,4	12,8

Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							3	4		5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
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	3.981,9	4.046,2	8.028,1	1.379,0	9.407,2	-	6.294,3	2.562,1	12.985,7	10.784,6	-	430,0
2009 I	4.122,6	3.964,2	8.086,8	1.313,2	9.400,0	-	6.443,8	2.687,5	13.033,2	10.809,0	-	390,1
2009 Abr	4.199,9	3.961,6	8.161,6	1.314,7	9.476,3	-	6.469,0	2.712,9	13.012,0	10.792,2	-	453,3
May	4.192,4	3.938,3	8.130,7	1.279,7	9.410,3	-	6.501,1	2.721,9	13.020,9	10.793,7	-	499,8
Jun	4.242,7	3.905,3	8.148,0	1.276,9	9.424,9	-	6.533,4	2.793,0	13.067,4	10.808,9	-	475,7
Jul ⁴⁾	4.340,3	3.857,8	8.198,2	1.247,8	9.445,9	-	6.563,4	2.816,5	13.032,5	10.763,6	-	488,3
Operaciones												
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	-	174,2	70,6	843,2	587,4	749,3	-137,5
2009 I	105,2	-98,5	6,7	-62,3	-55,6	-	115,7	108,9	17,6	-13,6	7,9	-55,1
II	139,6	-68,5	71,2	-18,6	52,6	-	107,9	112,1	56,1	20,8	41,3	132,7
2009 Abr	93,1	-18,2	74,9	2,6	77,4	-	20,2	25,1	-24,9	-17,5	-2,7	63,3
May	-4,0	-16,7	-20,7	-26,0	-46,7	-	56,6	16,7	28,8	18,2	22,6	54,6
Jun	50,5	-33,5	17,0	4,9	21,8	-	31,1	70,3	52,1	20,1	21,4	14,8
Jul ⁴⁾	97,7	-47,0	50,7	-30,5	20,2	-	25,8	18,4	-35,1	-38,2	-36,1	16,6
Tasas de crecimiento												
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 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 Mar	5,9	6,4	6,2	-1,1	5,1	5,2	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-133,8
2009 Abr	8,3	3,5	5,9	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,6	2,3	3,9	-23,1
May	7,9	2,1	5,0	-3,7	3,7	4,1	4,7	8,2	3,1	1,8	3,3	80,3
Jun	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,4	5,0	10,7	2,9	1,5	2,7	126,9
Jul ⁴⁾	12,2	-2,6	4,7	-7,0	3,0	.	4,9	10,9	1,8	0,6	1,8	156,2

C1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento interanual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) 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⁾

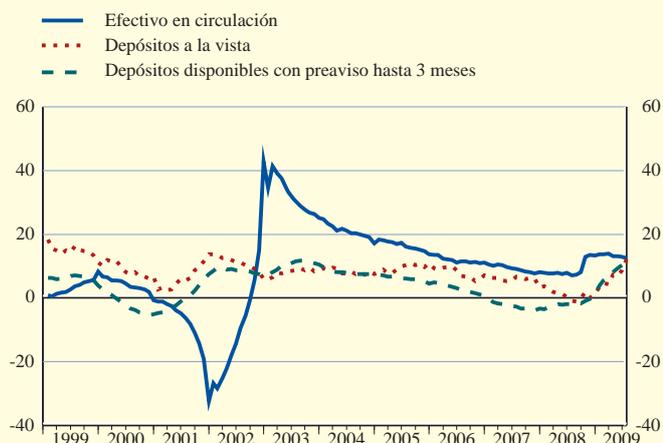
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldo vivos											
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	709,9	3.272,0	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,8	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,2
2009 I	727,5	3.395,2	2.321,7	1.642,5	336,1	780,4	196,6	2.605,5	124,2	2.074,4	1.639,6
2009 Abr	729,8	3.470,2	2.294,1	1.667,5	337,1	770,3	207,3	2.604,1	125,9	2.090,1	1.649,0
May	730,0	3.462,4	2.257,6	1.680,7	326,1	753,1	200,4	2.599,7	128,2	2.100,1	1.673,2
Jun	734,2	3.508,5	2.208,9	1.696,3	355,1	738,2	183,6	2.607,9	129,4	2.115,3	1.680,8
Jul ^(p)	733,6	3.606,7	2.134,9	1.722,9	331,0	745,0	171,8	2.621,4	130,9	2.130,1	1.681,0
Operaciones											
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,6	467,2	19,8	48,1	33,2	-37,0	10,8	0,6	20,8	142,0
2009 I	16,2	89,0	-173,3	74,8	-18,0	25,6	-69,8	19,2	2,2	76,0	18,2
II	6,8	132,8	-123,1	54,6	19,1	-23,4	-14,2	19,3	4,5	39,5	44,6
2009 Abr	2,3	90,8	-43,9	25,7	0,9	-8,8	10,4	-5,9	1,0	13,1	12,0
May	0,2	-4,3	-30,0	13,3	-10,8	-6,7	-8,5	17,7	2,2	11,6	24,9
Jun	4,2	46,3	-49,2	15,6	29,0	-8,0	-16,2	7,4	1,2	14,7	7,7
Jul ^(p)	-0,6	98,3	-73,8	26,9	-24,1	6,5	-12,9	12,7	1,5	14,8	-3,3
Tasas de crecimiento											
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 Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,2	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 Mar	13,8	4,3	6,4	6,6	8,0	4,1	-26,7	0,8	3,7	5,0	9,1
2009 Abr	13,2	7,4	0,5	8,0	3,6	3,2	-20,3	0,2	5,1	5,5	9,1
May	13,1	6,9	-2,7	9,4	1,9	2,7	-27,6	0,5	7,7	5,6	10,5
Jun	12,8	8,6	-6,1	10,4	5,4	2,7	-33,5	0,4	9,3	6,1	10,8
Jul ^(p)	12,5	12,1	-12,1	12,3	-3,3	3,7	-39,5	0,2	10,9	6,9	10,1

C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008	103,7	974,6	4.824,2	1.383,9	960,8	2.479,4	4.882,1	630,6	3.482,1	769,4
2009 I	103,2	970,0	4.847,2	1.339,0	981,0	2.527,3	4.888,6	640,8	3.480,6	767,1
2009 Abr	101,7	961,2	4.841,5	1.324,1	986,8	2.530,6	4.887,9	635,2	3.482,5	770,2
May	101,6	978,4	4.826,6	1.315,8	982,0	2.528,8	4.887,0	633,7	3.481,0	772,4
Jun	105,5	1.023,7	4.788,6	1.285,8	975,8	2.527,0	4.891,0	635,5	3.482,3	773,2
Jul ⁴⁾	97,3	1.014,9	4.759,4	1.250,0	968,7	2.540,8	4.891,9	631,3	3.487,6	773,1
Operaciones										
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	421,6	88,5	120,1	213,1	80,1	10,7	52,0	17,3
2009 I	-3,9	-11,6	9,4	-44,0	14,1	39,3	-7,5	2,5	-8,8	-1,2
II	3,8	54,5	-41,1	-48,0	0,4	6,5	3,7	-5,0	3,1	5,6
2009 Abr	-1,5	-9,9	-2,9	-14,4	6,3	5,1	-3,2	-5,7	1,1	1,4
May	0,1	21,3	-5,3	-5,4	-2,0	2,2	2,2	-1,0	0,1	3,0
Jun	5,2	43,0	-32,9	-28,2	-3,9	-0,8	4,7	1,7	1,9	1,2
Jul ⁴⁾	-8,2	-8,9	-26,1	-35,1	-5,9	14,9	5,0	-1,1	5,5	0,5
Tasas de crecimiento										
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 Dic	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Mar	-5,5	3,5	6,2	-0,3	11,1	8,2	0,4	0,9	0,0	1,4
2009 Abr	-2,0	0,6	5,2	-1,7	10,7	7,1	0,0	-0,5	-0,2	1,6
May	-3,0	0,0	4,4	-2,6	9,7	6,4	-0,2	-0,6	-0,5	1,9
Jun	1,2	1,8	2,9	-5,3	7,4	5,8	0,2	-0,8	0,1	1,5
Jul ⁴⁾	-3,2	-0,2	1,6	-8,4	6,1	5,5	0,0	-1,1	-0,2	1,5

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

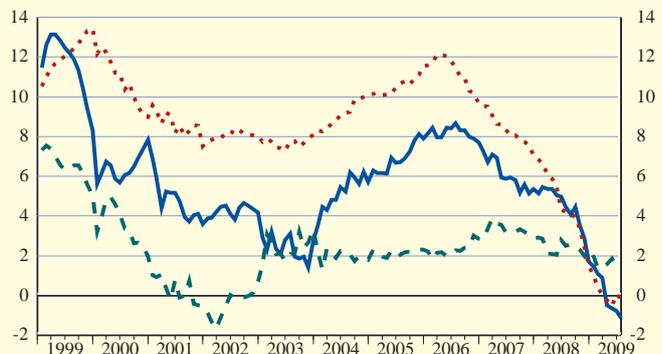
- Otros intermediarios financieros
- Sociedades no financieras



C6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) 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												
2008	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 I	102,1	75,7	6,2	20,2	986,5	568,6	180,0	238,0	4.843,0	1.336,2	981,4	2.525,3
2009 Abr	103,7	77,3	5,7	20,7	984,0	562,6	180,4	241,0	4.844,4	1.328,1	986,3	2.529,9
May	105,7	78,9	5,7	21,0	993,8	575,7	179,4	238,7	4.826,3	1.312,4	982,8	2.531,2
Jun	108,3	83,1	7,5	17,7	1.023,4	597,8	183,0	242,7	4.804,2	1.300,8	975,9	2.527,5
Jul ⁴⁾	101,1	76,1	7,4	17,7	1.007,3	576,5	185,8	245,0	4.785,1	1.268,6	971,9	2.544,6
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	87,6	120,1	213,9
2009 I	6,5	5,8	0,6	0,1	18,7	10,0	11,1	-2,4	2,3	-41,1	14,8	28,6
II	7,7	7,5	1,3	-1,1	37,5	31,3	1,7	4,5	-21,5	-30,3	-0,1	8,9
2009 Abr	1,6	1,6	-0,5	0,5	-3,6	-6,8	0,1	3,1	4,2	-7,6	5,4	6,4
May	2,2	1,8	0,0	0,4	14,0	15,4	-0,2	-1,2	-8,5	-12,9	-0,8	5,2
Jun	4,0	4,1	1,9	-2,0	27,2	22,7	1,9	2,6	-16,9	-9,7	-4,6	-2,6
Jul ⁴⁾	-7,1	-7,0	-0,2	0,0	-16,2	-21,6	2,6	2,8	-16,0	-31,4	-2,8	18,1
Tasas de crecimiento												
2008 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 Mar	-5,2	-7,2	-18,0	10,4	3,5	-5,3	19,6	17,5	6,3	-0,3	11,1	8,2
2009 Abr	-2,0	-2,0	-25,1	8,3	0,7	-9,5	19,1	18,4	5,2	-1,7	10,7	7,1
May	-3,1	-4,4	-22,7	11,2	0,0	-9,2	16,7	16,0	4,4	-2,6	9,7	6,4
Jun	1,4	1,5	-1,1	3,2	1,7	-4,7	13,4	11,9	2,8	-5,3	7,4	5,8
Jul ⁴⁾	-3,2	-5,6	16,3	1,6	-0,1	-6,1	12,4	7,3	1,5	-8,4	6,1	5,5

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	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													
2008	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 I	4.878,9	637,8	136,3	199,9	301,7	3.475,2	16,3	65,6	3.393,2	765,9	150,7	88,4	526,8
2009 Abr	4.874,9	633,4	134,5	198,1	300,9	3.473,8	16,2	65,5	3.392,2	767,7	148,2	88,6	530,9
May	4.878,4	632,4	133,3	197,6	301,4	3.475,9	16,2	65,4	3.394,4	770,1	147,2	88,9	534,1
Jun	4.898,9	638,9	136,0	199,0	304,0	3.482,2	16,1	65,8	3.400,2	777,9	154,0	88,4	535,5
Jul ⁴⁾	4.902,3	634,9	134,7	198,0	302,2	3.493,5	16,1	65,9	3.411,4	773,9	146,8	89,2	537,8
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
2009 I	-23,2	-2,7	-2,4	-2,1	1,8	-17,0	-0,9	-3,3	-12,7	-3,5	-4,2	-1,8	2,6
II	21,2	1,5	0,0	-0,6	2,0	8,2	-0,5	0,2	8,5	11,5	3,6	0,3	7,6
2009 Abr	-6,4	-4,4	-1,7	-1,7	-1,0	-2,2	-0,4	-0,1	-1,6	0,1	-2,5	0,2	2,4
May	6,4	-0,6	-1,1	-0,3	0,8	3,7	0,0	-0,1	3,8	3,3	-0,7	0,4	3,7
Jun	21,3	6,5	2,9	1,4	2,2	6,8	-0,1	0,5	6,4	8,1	6,9	-0,3	1,4
Jul ⁴⁾	7,4	-0,8	-1,2	0,1	0,3	11,5	0,0	0,1	11,3	-3,3	-7,0	0,8	2,9
Tasas de crecimiento													
2008 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 Mar	0,4	0,9	0,2	-4,5	5,1	0,0	1,0	-9,0	0,2	1,4	-0,2	-7,5	3,7
2009 Abr	0,0	-0,5	-0,8	-6,1	3,7	-0,2	-1,5	-9,0	0,0	1,6	-1,0	-5,4	3,7
May	-0,2	-0,6	-1,8	-6,0	3,7	-0,5	0,1	-9,2	-0,3	1,9	-0,7	-4,8	3,9
Jun	0,2	-0,8	-2,1	-5,3	3,1	0,1	-0,3	-8,7	0,3	1,5	-1,9	-5,5	3,8
Jul ⁴⁾	0,0	-1,1	-2,6	-5,1	2,4	-0,2	0,2	-8,7	0,0	1,5	-2,7	-4,4	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)}

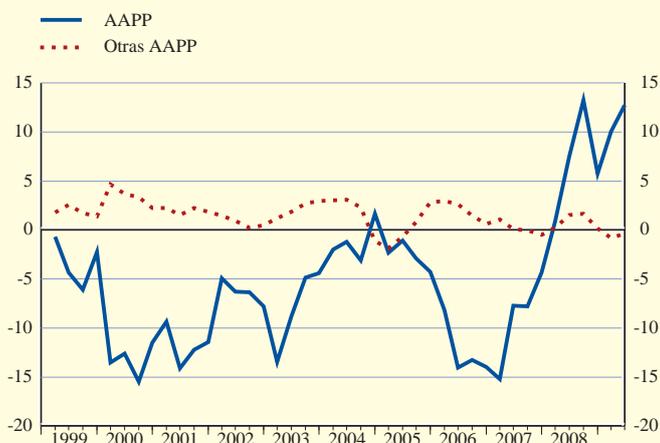
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 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
2008 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	970,7	232,8	205,6	511,3	21,0	3.056,6	2.100,4	956,2	59,2	896,9
2009 II ^(p)	998,5	249,1	206,5	520,6	22,3	2.954,2	2.018,1	935,6	57,4	878,3
Operaciones										
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 III	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
2008 IV	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 I	2,0	5,5	-4,4	2,3	-1,2	-236,8	-211,7	-25,3	0,3	-25,6
2009 II ^(p)	28,3	16,7	0,9	9,4	1,3	-65,0	-59,1	-6,2	-0,8	-5,4
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 Sep	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
2008 Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 Mar	1,5	10,0	-3,6	3,6	-43,5	-14,2	-16,7	-8,3	-3,3	-8,6
2009 Jun ^(p)	2,6	12,7	-4,1	5,2	-46,9	-13,6	-15,8	-8,4	-7,0	-8,5

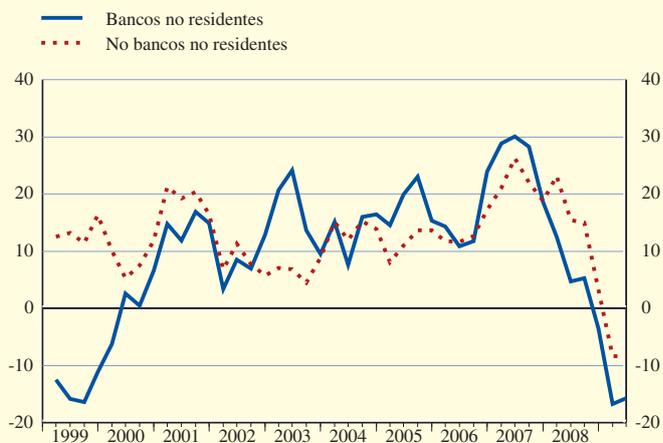
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

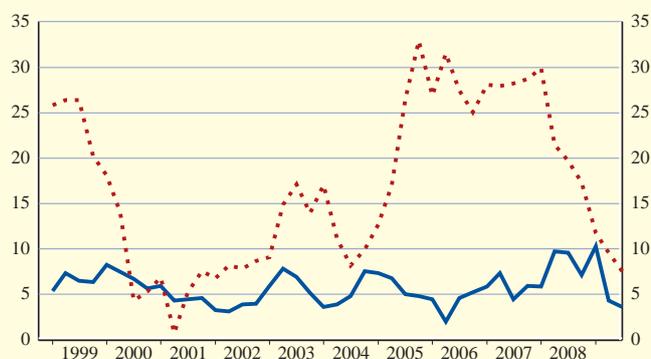
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2007	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	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 I	763,5	91,7	99,8	546,8	2,3	1,5	21,4	1.839,6	333,3	350,8	906,2	14,4	0,0	234,7
2009 Abr	766,0	90,1	101,2	550,6	1,8	1,5	20,8	1.866,7	326,2	372,7	914,6	15,0	0,0	238,1
May	759,0	83,6	100,5	551,9	1,9	1,5	19,7	1.854,2	309,0	364,7	926,5	14,7	0,0	239,2
Jun	753,2	85,4	93,7	551,9	1,7	1,5	19,0	1.891,8	335,5	343,3	943,8	14,1	0,0	255,0
Jul ⁴⁾	751,8	85,9	93,6	552,0	1,8	1,5	16,9	1.854,2	315,8	346,8	945,6	14,6	0,0	231,4
Operaciones														
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
2009 I	-6,7	5,5	-18,8	7,8	0,5	0,0	-1,7	31,7	8,8	-68,4	51,4	2,1	0,0	37,7
II	-10,2	-6,3	-6,1	5,1	-0,5	0,0	-2,4	56,6	19,9	-19,8	36,2	-0,2	0,0	20,4
2009 Abr	2,3	-1,7	1,3	3,8	-0,5	0,0	-0,6	25,7	9,3	6,6	5,9	0,6	0,0	3,4
May	-6,7	-6,4	-0,6	1,3	0,1	0,0	-1,1	-6,1	-15,8	-4,6	13,4	-0,2	0,0	1,2
Jun	-5,8	1,8	-6,8	0,0	-0,1	0,0	-0,7	36,6	26,4	-21,9	16,8	-0,6	0,0	15,8
Jul ⁴⁾	-1,4	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,0	-2,1	-37,5	-19,7	3,5	1,9	0,5	0,0	-23,6
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Dic	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 Mar	4,3	8,9	13,9	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-2,2	-2,3	13,7	6,4	-	39,4
2009 Abr	4,7	16,6	10,4	2,8	-13,5	-	-8,1	9,0	7,5	-8,9	13,4	4,2	-	31,9
May	4,1	16,6	6,7	2,7	-1,0	-	-9,5	7,4	0,1	-9,0	12,5	14,3	-	32,0
Jun	3,6	12,7	6,1	2,4	-13,3	-	-4,1	7,6	3,0	-14,4	12,6	15,6	-	39,9
Jul ⁴⁾	3,5	19,7	3,5	2,3	-3,2	-	-16,0	5,3	8,6	-21,8	12,8	1,9	-	30,3

C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

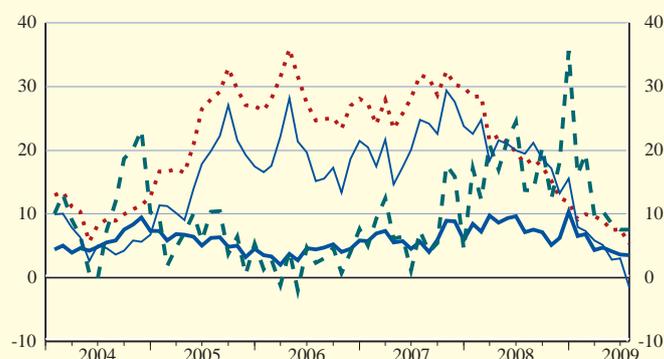
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(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 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
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	1.516,5	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 I	1.487,2	877,8	480,5	71,0	38,7	1,3	17,9	5.447,9	1.900,3	1.281,3	524,4	1.565,5	114,9	61,4
2009 Abr	1.504,4	881,3	485,9	72,3	43,7	1,4	19,7	5.484,0	1.958,1	1.242,2	527,9	1.583,2	115,8	56,8
May	1.514,3	897,0	475,6	72,6	47,3	1,4	20,4	5.498,6	1.986,5	1.214,9	531,6	1.594,2	117,3	54,2
Jun	1.530,5	922,8	464,3	72,3	50,1	1,5	19,6	5.507,2	2.012,1	1.186,6	535,4	1.604,0	118,2	50,9
Jul ⁴⁾	1.530,6	918,7	463,3	74,4	54,4	1,5	18,4	5.517,5	2.030,1	1.155,6	543,7	1.617,8	119,4	50,9
Operaciones														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,5	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 I	-39,3	-17,4	-32,2	5,0	11,1	0,0	-5,8	41,2	64,3	-80,3	3,9	75,1	0,5	-22,2
II	47,2	47,7	-15,1	1,4	11,4	0,1	1,7	60,1	111,1	-93,3	11,0	39,2	2,7	-10,6
2009 Abr	17,5	4,2	5,1	1,3	5,1	0,0	1,9	34,7	56,7	-39,4	3,5	18,3	0,3	-4,7
May	13,0	17,3	-8,9	0,5	3,5	0,0	0,6	16,7	28,8	-25,7	3,7	11,1	1,4	-2,6
Jun	16,5	26,0	-11,3	-0,3	2,8	0,1	-0,8	8,6	25,6	-28,3	3,8	9,8	1,0	-3,3
Jul ⁴⁾	0,2	-4,0	-1,0	2,1	4,3	0,0	-1,2	10,6	17,9	-30,9	8,3	14,1	1,1	0,1
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Dic	0,6	-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 Mar	-0,8	1,2	-6,6	13,4	31,5	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,2	-4,6	6,6	4,7	-35,8
2009 Abr	-0,4	2,6	-9,6	14,2	54,1	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,2	7,9	6,2	-41,8
May	-0,9	2,9	-12,0	13,4	68,4	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
Jun	0,5	4,7	-11,7	12,5	79,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,5	-0,1	9,5	10,5	-48,4
Jul ⁴⁾	1,4	7,1	-13,5	13,2	107,1	5,4	-20,0	5,5	13,3	-6,7	2,1	11,3	12,1	-52,5

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

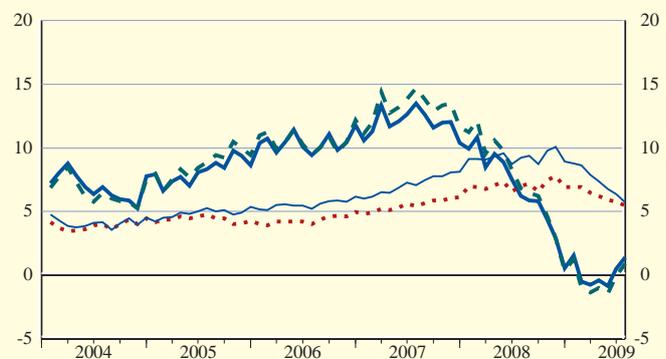
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidas en M3)⁴⁾
- Hogares (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) 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)}

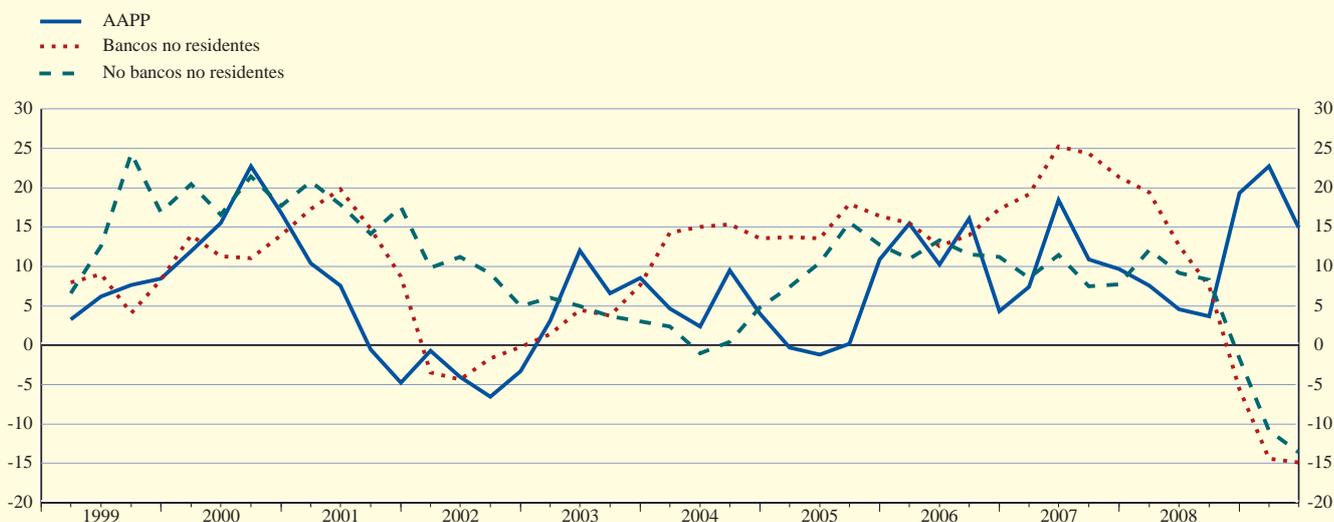
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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 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	464,2	216,2	50,6	114,3	83,0	3.660,2	2.780,9	879,3	63,6	815,7
II ^(p)	475,9	227,5	48,9	117,8	81,6	3.557,8	2.699,3	858,5	59,6	798,9
Operaciones										
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 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	15,4	22,5	-1,7	-2,5	-2,9	-106,9	-75,6	-31,3	-2,6	-28,7
II ^(p)	11,3	11,3	-1,6	3,5	-1,9	-57,5	-46,9	-10,4	-3,8	-6,7
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 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	22,7	52,6	2,2	5,3	6,5	-13,6	-14,5	-10,8	-24,0	-8,7
Jun ^(p)	15,0	43,9	-13,0	3,9	-4,9	-14,6	-14,9	-13,6	-27,5	-11,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

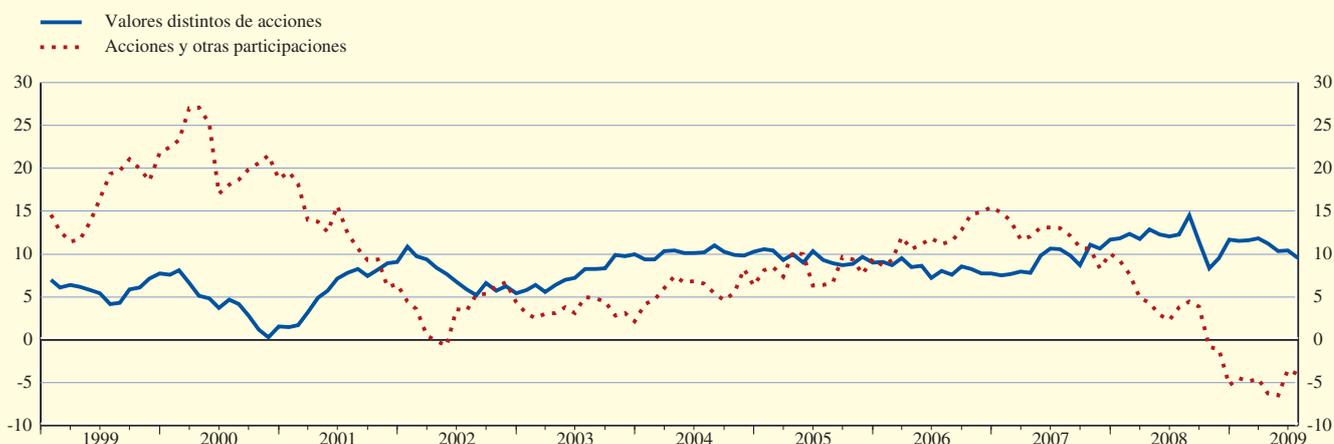
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2007	5.124,7	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	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,2	776,5	277,4
2009 I	6.136,6	1.982,3	103,5	1.366,7	20,6	1.397,1	50,6	1.215,7	1.456,8	424,6	760,9	271,3
2009 Abr	6.211,4	2.013,8	101,8	1.384,2	20,9	1.422,2	50,9	1.217,6	1.491,8	432,0	785,7	274,1
May	6.239,3	2.037,5	105,7	1.402,8	19,2	1.429,9	47,5	1.196,7	1.488,8	431,8	782,8	274,1
Jun	6.273,7	2.014,6	106,4	1.446,2	20,3	1.440,9	47,3	1.198,0	1.474,6	429,4	769,2	276,0
Jul ^(p)	6.285,8	2.031,1	107,6	1.457,8	18,9	1.435,8	48,1	1.186,4	1.487,8	439,3	767,4	281,0
Operaciones												
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	-56,4	-50,5
2009 I	253,8	95,3	8,6	133,7	0,4	40,5	-2,7	-21,9	-4,7	3,2	-4,6	-3,4
II	162,0	32,2	3,7	84,1	0,4	47,9	-2,0	-4,3	16,1	8,4	4,2	3,4
2009 Abr	64,9	31,2	-3,2	17,6	0,1	26,7	-0,3	-7,2	28,6	5,7	21,1	1,8
May	63,8	24,2	6,8	23,1	-0,8	9,6	-1,4	2,4	1,3	4,9	-3,4	-0,3
Jun	33,2	-23,2	0,2	43,4	1,0	11,6	-0,2	0,4	-13,7	-2,2	-13,5	1,9
Jul ^(p)	13,8	19,8	1,2	7,8	-1,4	-7,3	0,5	-6,9	4,9	6,6	-6,1	4,4
Tasas de crecimiento												
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 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 Mar	11,8	14,4	10,7	12,5	16,4	30,3	3,1	-5,2	-4,5	0,6	-6,6	-6,4
2009 Abr	11,2	14,9	2,7	12,8	20,3	28,7	-3,8	-7,0	-6,3	0,6	-9,6	-6,6
May	10,4	13,5	1,9	14,0	18,4	26,5	-6,7	-8,0	-6,5	-0,8	-9,3	-6,7
Jun	10,4	11,8	1,4	18,0	19,4	24,3	-6,2	-7,8	-3,5	1,0	-5,7	-4,0
Jul ^(p)	9,5	11,7	-1,6	18,2	12,3	21,7	-5,9	-9,3	-4,0	2,2	-8,6	0,2

CI4 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares ³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009 I	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2009 II	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,1	-0,1	-0,2	-0,8
2009 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
2009 May	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,3
2009 Jun	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
2009 Jul ⁶⁾	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4

2. saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2009 I	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3
2009 II	-5,7	-1,6	-2,4	-1,7	-1,0	-0,3	-0,7
2009 Abr	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2
2009 May	-1,1	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
2009 Jun	-2,7	-0,7	-1,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7
2009 Jul ⁶⁾	-2,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-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
2009 I	-14,4	-0,5	-0,1	-3,1	0,0	-2,8	0,4	-8,3	-16,0	-3,5	-11,4	-1,1
2009 II	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,6	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
2009 Abr	-0,3	1,1	0,1	-0,2	0,0	-1,8	0,2	0,3	6,5	1,7	3,6	1,1
2009 May	-2,1	1,2	0,0	-2,0	-0,2	0,2	0,0	-1,5	2,2	0,8	1,2	0,2
2009 Jun	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,2	0,0
2009 Jul ⁶⁾	8,8	0,9	0,1	3,8	0,0	2,0	0,2	1,7	8,3	3,2	4,4	0,7

Fuente: BCE.

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

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

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

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM ^{1) 2)}

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
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 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
2008 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	6.606,6	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	10.002,4	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
2009 II ^(p)	6.633,8	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.158,7	97,0	3,0	1,8	0,3	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 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
2008 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	2.780,9	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,3	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
2009 II ^(p)	2.699,3	49,0	51,0	32,8	1,9	2,6	10,9	858,5	51,9	48,1	33,1	1,3	1,8	7,7

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
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 III	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
2008 IV	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 I	5.197,8	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
2009 II ^(p)	5.224,1	83,5	16,5	8,4	1,9	1,8	2,6

Fuente: BCE.

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

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

3) En el caso de no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM ^{1) 2)}

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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	6.126,5	-	-	-	-	-	11.781,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
II ⁴⁾	6.228,2	-	-	-	-	-	11.833,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
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 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	2.100,4	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,2	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
II ⁴⁾	2.018,1	45,5	54,5	29,5	2,9	3,1	13,5	935,6	39,5	60,5	43,0	0,9	4,0	7,8

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
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 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	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.835,1	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
II ⁴⁾	2.121,0	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,3	2.954,7	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
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 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	597,9	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,9	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
II ⁴⁾	570,1	55,3	44,7	24,7	1,7	1,4	14,4	628,0	33,5	66,5	40,3	4,2	0,9	16,0

Fuente: BCE.

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

2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro ¹⁾

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2007 IV	5.783,4	353,7	1.994,3	184,2	1.810,1	2.077,7	784,6	189,1	384,1
2008 I	5.162,7	365,9	1.858,8	164,8	1.693,9	1.670,4	720,3	197,1	350,2
II	5.017,4	359,6	1.808,2	157,5	1.650,7	1.624,6	691,2	204,9	328,8
III	4.715,2	377,4	1.748,3	148,1	1.600,1	1.411,5	641,9	202,8	333,4
IV	4.232,3	352,1	1.687,9	132,4	1.555,5	1.132,7	566,7	200,2	292,7
2009 I ^(p)	4.095,6	344,6	1.699,3	121,7	1.577,6	1.044,4	529,7	202,3	275,3

2. Pasivo

	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2008 I	5.162,7	76,4	4.848,6	237,7
II	5.017,4	74,8	4.723,1	219,5
III	4.715,2	71,0	4.415,4	228,8
IV	4.232,3	64,7	3.983,1	184,5
2009 I ^(p)	4.095,6	74,6	3.836,6	184,4

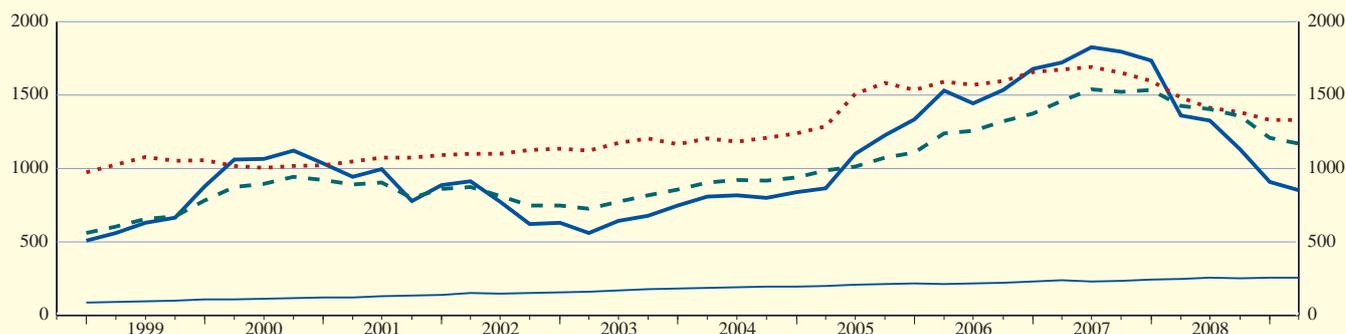
3. Total activo/pasivo: detalle por política de inversión y tipo de inversor

	Total 1	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de inversor	
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
2007 IV	5.783,4	1.735,7	1.597,4	1.535,8	244,3	670,2	4.346,8	1.436,7
2008 I	5.162,7	1.362,8	1.483,8	1.428,1	249,7	638,3	3.780,2	1.382,5
II	5.017,4	1.325,4	1.413,9	1.405,6	256,3	616,2	3.649,3	1.368,1
III	4.715,2	1.132,4	1.383,2	1.359,3	253,2	587,1	3.343,0	1.372,3
IV	4.232,3	908,4	1.330,8	1.210,8	257,1	525,2	2.950,7	1.281,6
2009 I ^(p)	4.095,6	854,6	1.330,8	1.170,6	257,4	482,2	2.825,4	1.270,2

CIS 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 período)

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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
2007 IV	1.735,7	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,4	79,5	-	61,9
2008 I	1.362,8	51,3	63,1	21,3	41,8	1.131,0	65,7	-	51,7
II	1.325,4	54,3	65,1	22,0	43,1	1.088,7	65,7	-	51,6
III	1.132,4	48,3	61,3	20,2	41,1	915,3	57,2	-	50,2
IV	908,4	37,3	65,2	19,4	45,8	715,4	47,2	-	43,3
2009 I ^(p)	854,6	38,8	63,8	16,5	47,3	660,7	45,2	-	46,1
Fondos de renta fija									
2007 IV	1.597,4	116,1	1.273,6	92,8	1.180,8	58,0	49,8	-	99,8
2008 I	1.483,8	124,7	1.168,2	80,3	1.087,9	56,8	45,5	-	88,6
II	1.413,9	115,9	1.118,8	74,6	1.044,2	57,9	42,7	-	78,6
III	1.383,2	128,7	1.074,0	67,9	1.006,1	55,7	41,3	-	83,5
IV	1.330,8	122,2	1.034,2	62,2	971,9	57,5	36,4	-	80,5
2009 I ^(p)	1.330,8	117,5	1.044,6	62,1	982,5	49,1	38,6	-	80,9
Fondos mixtos									
2007 IV	1.535,8	89,8	547,2	47,3	499,8	393,2	343,7	0,7	161,4
2008 I	1.428,1	97,9	528,1	46,4	481,8	339,5	314,0	1,2	147,3
II	1.405,6	99,1	520,1	42,6	477,5	341,7	308,0	0,8	135,9
III	1.359,3	109,0	512,8	42,2	470,6	312,1	287,4	1,1	137,0
IV	1.210,8	110,3	494,9	34,3	460,6	245,2	235,8	1,2	123,4
2009 I ^(p)	1.170,6	109,4	498,5	28,2	470,3	227,2	224,0	1,8	109,6
Fondos inmobiliarios									
2007 IV	244,3	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 I	249,7	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
II	256,3	18,0	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,8
III	253,2	19,0	4,7	1,3	3,4	3,1	9,3	201,2	16,0
IV	257,1	14,4	4,8	1,1	3,7	12,7	6,8	198,5	19,8
2009 I ^(p)	257,4	14,4	5,1	1,1	4,0	12,3	7,5	200,1	18,1

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 IV	4.346,8	280,2	1.337,7	1.717,7	570,2	149,1	291,8
2008 I	3.780,2	278,0	1.219,2	1.362,3	514,7	154,1	252,0
II	3.649,3	264,9	1.178,3	1.327,0	486,0	155,0	238,1
III	3.343,0	265,4	1.105,7	1.140,8	441,4	152,4	237,3
IV	2.950,7	244,6	1.037,6	933,0	382,6	146,7	206,2
2009 I ^(p)	2.825,4	243,5	1.029,9	864,7	342,8	144,5	199,9
Fondo de inversores especiales							
2007 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	1.281,6	107,5	650,2	199,7	184,1	53,5	86,5
2009 I ^(p)	1.270,2	101,1	669,4	179,7	186,9	57,8	75,3

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
2009 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						421,2
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						11,0
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.047,9	102,7	663,6	52,0	229,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	24,2	2,7	14,2	3,6	3,8	
Consumo de capital fijo	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	777,7	42,7	288,7	380,7	65,6	109,5
Intereses	481,8	40,4	83,1	292,7	65,6	66,7
Otra renta de la propiedad	295,8	2,3	205,6	87,9	0,0	42,8
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	231,0	201,3	23,9	5,6	0,2	1,3
Cotizaciones sociales	403,2	403,2				0,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	422,2	1,4	15,6	31,7	373,6	0,7
Otras transferencias corrientes	192,5	71,3	25,2	45,9	50,1	8,1
Primas netas de seguros no vida	43,7	31,8	10,3	0,9	0,7	1,4
Indemnizaciones de seguros no vida	43,8			43,8		0,6
Otras	105,0	39,5	14,9	1,2	49,4	6,1
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.743,6	1.279,3			464,2	
Gasto en consumo individual	1.562,6	1.279,3			283,3	
Gasto en consumo colectivo	181,0				181,0	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,3	0,1	0,2	15,0	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	456,1	140,8	256,2	12,9	46,3	
Formación bruta de capital fijo	438,3	138,2	241,3	12,7	46,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	17,9	2,6	14,9	0,2	0,2	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,4	1,3	0,1	0,6	-0,6
Transferencias de capital	34,4	6,1	-0,2	1,2	27,3	3,7
Impuestos sobre el capital	5,0	4,8	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,4	1,3	-0,3	1,2	27,3	3,7
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-54,3	83,8	-47,0	31,4	-122,5	54,3
Discrepancia estadística	0,0	13,1	-13,1	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
2009 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						432,1
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.963,9	479,2	1.103,4	103,0	278,3	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	224,8					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.188,7					
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	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Remuneración de los asalariados	1.050,4	1.050,4				2,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	247,2				247,2	1,9
Renta de la propiedad	763,5	262,2	96,0	383,9	21,3	123,6
Intereses	463,4	72,4	48,3	334,9	7,9	85,1
Otra renta de la propiedad	300,1	189,9	47,8	49,1	13,4	38,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	231,9				231,9	0,4
Cotizaciones sociales	402,7	1,1	15,6	47,4	338,6	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	419,6	419,6				3,4
Otras transferencias corrientes	163,9	91,4	10,4	45,0	17,2	36,7
Primas netas de seguros no vida	43,8			43,8		1,3
Indemnizaciones de seguros no vida	42,8	34,2	7,7	0,7	0,3	1,6
Otras	77,3	57,2	2,8	0,5	16,9	33,8
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,3	15,3				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	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,9	14,8	16,0	0,7	4,4	2,2
Impuestos sobre el capital	5,0				5,0	0,0
Otras transferencias de capital	30,9	14,8	16,0	0,7	-0,6	2,2
<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	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 I								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.629,4	14.160,4	23.728,5	9.484,6	5.963,5	3.159,6	14.898,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,8				
Efectivo y depósitos		6.120,0	1.835,6	2.393,9	1.800,1	874,8	641,5	4.206,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		60,3	94,3	154,5	327,8	331,2	37,6	855,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.256,5	213,8	4.253,6	1.631,7	2.017,2	322,8	2.942,3
Préstamos		65,7	2.531,9	12.755,1	2.112,2	364,8	442,6	1.775,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		47,7	1.404,8	9.679,5	1.684,7	287,6	354,5	.
Acciones y otras participaciones		3.750,4	6.067,4	1.599,1	3.413,1	1.919,6	1.136,0	4.434,8
Acciones cotizadas		611,6	1.106,3	470,7	1.505,7	426,0	263,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.820,0	4.652,7	915,5	1.374,8	433,0	751,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.318,9	308,5	212,9	532,6	1.060,6	120,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.148,6	136,9	1,8	0,0	142,3	3,1	149,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		227,9	3.280,4	2.348,6	199,6	313,5	575,9	533,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		101,5	-5,9	-116,1	118,4	54,8	94,6	-131,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,9				0,9
Efectivo y depósitos		27,3	-41,6	-223,9	59,4	-1,4	92,8	-188,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-14,8	-7,9	-9,1	3,2	7,4	-11,6	45,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		37,3	-18,0	161,2	9,7	32,3	-4,6	67,3
Préstamos		-1,1	80,9	-31,1	75,0	2,8	4,3	-31,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,1	62,4	19,9	76,9	10,6	4,4	.
Acciones y otras participaciones		12,4	77,2	-5,5	-35,3	2,8	10,5	21,6
Acciones cotizadas		3,0	26,7	-3,1	-30,7	-0,2	2,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,4	38,2	16,1	27,3	4,4	7,9	.
Participaciones en fondos de inversión		3,0	12,3	-18,4	-31,8	-1,3	0,2	.
Reservas técnicas de seguro		42,6	1,2	0,0	0,0	3,7	0,0	-10,5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,3	-97,8	-6,9	6,4	7,2	3,3	-36,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-264,6	-348,9	58,5	-91,9	-71,2	-44,1	-41,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				24,4				
Efectivo y depósitos		14,4	-3,4	25,4	5,8	4,2	0,0	47,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,5	-0,2	-1,3	7,7	0,3	-0,5	0,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		-2,0	-8,7	13,6	-5,2	1,8	-1,1	0,0
Préstamos		0,0	8,3	23,1	6,1	-4,3	0,0	-1,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	5,6	15,6	4,1	-2,5	-0,1	.
Acciones y otras participaciones		-247,1	-389,9	-61,6	-107,5	-75,8	-40,1	-98,6
Acciones cotizadas		-89,5	-151,6	-50,4	-75,9	-33,1	-42,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-120,8	-225,0	-33,3	-54,5	-23,2	5,3	.
Participaciones en fondos de inversión		-36,8	-13,3	22,1	22,9	-19,5	-3,4	.
Reservas técnicas de seguro		-36,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		7,2	45,1	34,8	1,2	2,6	-2,5	7,8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		16.466,3	13.805,6	23.670,9	9.511,0	5.947,1	3.210,0	14.724,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				245,2				
Efectivo y depósitos		6.161,7	1.790,6	2.195,4	1.865,3	877,7	734,4	4.065,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,0	86,2	144,2	338,6	338,9	25,6	902,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.291,9	187,1	4.428,4	1.636,2	2.051,2	317,1	3.009,5
Préstamos		64,6	2.621,1	12.747,2	2.193,4	363,3	446,8	1.742,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		46,7	1.472,8	9.715,0	1.765,7	295,8	358,8	.
Acciones y otras participaciones		3.515,8	5.754,8	1.532,0	3.270,3	1.846,6	1.106,4	4.357,8
Acciones cotizadas		525,1	981,4	417,1	1.399,1	392,7	223,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.705,5	4.465,9	898,3	1.347,6	414,2	765,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.285,1	307,5	216,6	523,6	1.039,7	117,8	.
Reservas técnicas de seguro		5.154,6	138,1	1,9	0,0	146,1	3,1	141,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		232,8	3.227,6	2.376,6	207,2	323,2	576,6	505,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 I								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.357,4	22.408,4	23.111,9	9.233,0	6.114,7	7.468,4	13.108,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,0	14.889,7	23,5	1,9	254,6	2.676,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,6	327,3	125,8	10,9	847,7	268,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			453,9	2.767,8	2.084,2	32,3	4.704,3	2.595,5
Préstamos		5.688,0	8.207,0		1.735,4	212,8	1.257,4	2.947,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.354,4	5.600,8		805,1	72,1	1.071,6	.
Acciones y otras participaciones			10.273,1	2.445,9	5.057,2	459,6	4,3	4.080,3
Acciones cotizadas			2.866,1	375,2	111,7	165,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.407,0	917,7	1.015,7	293,6	4,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.153,0	3.929,8			.
Reservas técnicas de seguro		33,6	328,7	61,9	0,6	5.156,8	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			635,7	2.619,3	206,2	240,4	399,6	540,3
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.568,0	10.272,0	-8.248,0	616,6	251,5	-151,2	-4.308,9	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		4,6	54,2	-163,1	114,5	74,3	217,1	-185,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,3	-92,4	-2,0	0,2	-8,9	-172,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,7	-74,7	-20,9	-0,2	95,4	12,7
Valores distintos de acciones, largo plazo			17,6	31,7	130,4	2,1	154,2	-50,9
Préstamos		-10,2	30,4		55,3	2,9	-1,8	22,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-2,6	79,1		18,6	0,6	-7,3	.
Acciones y otras participaciones			58,9	68,3	-49,3	1,3	0,0	4,5
Acciones cotizadas			9,6	9,6	0,1	0,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			49,2	6,0	20,0	1,3	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				52,7	-69,4			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,2	1,7	0,2	34,8	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			14,7	-53,9	-97,8	0,8	33,1	-21,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-54,3	96,9	-60,1	47,0	3,8	-19,4	-122,5	54,3
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		1,6	-636,1	87,1	-100,5	-115,5	8,5	-73,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	67,4	0,0	0,0	-0,1	26,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			2,1	5,1	0,4	0,0	-0,7	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			1,0	5,9	-12,1	-3,7	6,9	0,3
Préstamos		0,6	12,5		17,3	3,4	0,3	-2,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		1,8	12,3		12,7	2,8	0,3	.
Acciones y otras participaciones			-695,0	-69,1	-114,0	-58,2	-0,1	-84,1
Acciones cotizadas			-358,6	-66,9	-21,6	-42,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-336,4	0,4	-25,0	-15,3	-0,1	.
Participaciones en fondos de inversión				-2,6	-67,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-33,9	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			1,0	43,3	77,7	7,9	2,3	-12,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-7,3	-266,2	287,3	-28,6	8,6	44,3	-52,7	31,7
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.363,6	21.826,5	23.035,8	9.247,1	6.073,5	7.694,1	12.849,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,3	14.864,8	21,5	2,1	245,6	2.530,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			284,4	257,7	105,3	10,7	942,4	280,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			472,5	2.805,4	2.202,5	30,7	4.865,5	2.544,9
Préstamos		5.678,5	8.249,9		1.808,1	219,1	1.256,0	2.967,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.353,6	5.692,2		836,5	75,5	1.064,7	.
Acciones y otras participaciones			9.637,0	2.445,1	4.894,0	402,8	4,2	4.000,7
Acciones cotizadas			2.517,1	318,0	90,1	122,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.119,9	924,0	1.010,7	279,6	4,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.203,1	3.793,2			.
Reservas técnicas de seguro		33,7	328,9	63,6	0,8	5.157,7	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			651,4	2.599,2	215,0	250,4	380,0	525,8
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.629,6	10.102,7	-8.020,9	635,1	263,9	-126,4	-4.484,0	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	3.905,8	4.068,0	4.252,2	4.300,7	4.350,5	4.395,5	4.429,5	4.435,0
Producto interior bruto (precios de mercado)	129,9	129,6	137,6	137,2	137,6	138,6	135,2	133,7
Remuneración de los asalariados	1.185,2	1.243,6	1.310,3	1.324,9	1.340,7	1.356,1	1.370,3	1.384,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	2.075,9	2.190,4	2.332,4	2.358,9	2.390,5	2.397,9	2.380,1	2.307,8
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados	2.616,1	3.039,9	3.562,1	3.667,3	3.774,7	3.862,4	3.890,9	3.805,8
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.346,6	1.644,5	2.033,5	2.123,1	2.203,2	2.275,5	2.299,4	2.225,5
Renta de la propiedad	1.269,5	1.395,4	1.528,6	1.544,2	1.571,5	1.586,9	1.591,5	1.580,4
Intereses	6.969,8	7.312,0	7.689,2	7.753,4	7.814,6	7.862,1	7.848,9	7.750,6
Otra renta de la propiedad								
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,6	1.027,8	1.111,6	1.128,3	1.140,0	1.142,1	1.124,9	1.116,1
Cotizaciones sociales	1.477,8	1.539,7	1.598,3	1.613,9	1.630,2	1.648,0	1.662,8	1.671,7
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.504,8	1.554,6	1.598,3	1.611,3	1.626,5	1.645,7	1.663,0	1.686,3
Otras transferencias corrientes	710,3	718,4	746,2	756,6	764,9	768,2	776,2	772,2
Primas netas de seguros no vida	178,8	177,7	181,5	182,1	183,5	184,2	184,9	183,0
Derechos de seguros no vida	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Otras	351,9	362,8	383,7	393,0	398,1	399,9	405,8	405,7
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.882,9	7.220,6	7.594,3	7.653,6	7.713,4	7.763,4	7.746,8	7.649,1
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.358,5	6.632,0	6.888,9	6.960,7	7.038,3	7.110,9	7.148,4	7.157,6
Gasto en consumo individual	5.693,0	5.947,5	6.177,7	6.241,6	6.309,1	6.373,0	6.402,6	6.402,6
Gasto en consumo colectivo	665,5	684,6	711,1	719,1	729,2	737,9	745,8	754,9
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	59,3	60,1	61,3	64,1	66,1	66,8	67,8
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.715,7	1.872,0	2.017,6	2.039,5	2.064,8	2.084,7	2.079,5	2.016,3
Formación bruta de capital fijo	1.710,1	1.855,9	1.995,9	2.016,6	2.044,3	2.061,1	2.043,7	1.992,0
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	5,6	16,0	21,7	23,0	20,5	23,6	35,8	24,4
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,1	0,5	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,5	0,9
Transferencias de capital	182,6	175,5	163,1	163,4	167,8	161,7	162,3	160,8
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Otras transferencias de capital	158,1	152,9	139,3	140,1	144,2	137,8	138,7	137,5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	7,9	-25,6	12,2	-6,6	-33,7	-62,1	-98,4	-131,0

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	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.296,8	7.631,6	8.032,4	8.121,7	8.219,3	8.288,2	8.315,0	8.260,9
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,4	914,2	958,9	958,2	954,3	952,3	945,4	928,6
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.142,1	8.545,8	8.991,3	9.079,8	9.173,6	9.240,4	9.260,4	9.189,4
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	2.075,9	2.190,4	2.332,4	2.358,9	2.390,5	2.397,9	2.380,1	2.307,8
Remuneración de los asalariados	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,1	1.055,0	1.103,1	1.100,3	1.096,7	1.095,9	1.085,3	1.066,9
Renta de la propiedad	2.609,0	3.031,2	3.555,9	3.652,7	3.743,5	3.827,1	3.836,8	3.738,9
Intereses	1.319,4	1.618,2	1.993,6	2.075,0	2.148,1	2.217,6	2.239,1	2.163,2
Otra renta de la propiedad	1.289,7	1.413,1	1.562,4	1.577,7	1.595,4	1.609,5	1.597,7	1.575,7
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.969,8	7.312,0	7.689,2	7.753,4	7.814,6	7.862,1	7.848,9	7.750,6
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,4	1.032,8	1.119,1	1.135,7	1.147,8	1.149,7	1.132,8	1.123,9
Cotizaciones sociales	1.477,1	1.538,9	1.597,6	1.613,1	1.629,4	1.647,2	1.661,9	1.670,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,0	1.546,3	1.589,0	1.601,9	1.616,8	1.636,1	1.653,0	1.676,1
Otras transferencias corrientes	628,2	631,2	653,8	659,7	666,4	672,2	677,0	674,0
Primas netas de seguros no vida	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Derechos de seguros no vida	177,3	175,1	178,7	179,3	180,6	181,2	182,0	179,8
Otras	271,3	278,2	294,1	298,8	302,6	307,0	309,6	310,8
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.882,9	7.220,6	7.594,3	7.653,6	7.713,4	7.763,4	7.746,8	7.649,1
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	59,6	60,3	61,5	64,3	66,3	67,0	67,9
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.185,2	1.243,6	1.310,3	1.324,9	1.340,7	1.356,1	1.370,3	1.384,4
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,2	189,9	176,9	178,6	183,3	176,0	175,2	170,9
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Otras transferencias de capital	171,8	167,4	153,1	155,2	159,7	152,0	151,6	147,7
<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)

	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.331,0	1.407,3	1.486,6	1.506,2	1.525,8	1.541,9	1.550,8	1.540,2
Intereses, recursos (+)	230,6	269,1	306,1	316,9	328,9	339,5	342,1	332,2
Intereses, empleos (-)	130,8	165,5	209,4	217,6	226,0	233,1	231,9	216,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	717,8	761,2	802,5	806,5	813,7	819,6	812,8	811,1
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7	9,7	9,8
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,0	793,4	851,9	866,7	882,4	889,7	892,3	889,8
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,9	1.535,6	1.594,0	1.609,6	1.625,9	1.643,6	1.658,4	1.667,3
Prestaciones sociales netas (+)	1.491,8	1.540,9	1.583,3	1.596,2	1.611,1	1.630,3	1.647,2	1.670,3
Transferencias corrientes netas (+)	66,8	67,4	70,7	71,2	74,2	75,6	77,3	77,9
= Renta disponible bruta	5.395,6	5.616,9	5.844,1	5.902,0	5.968,2	6.034,4	6.075,5	6.091,7
Gasto en consumo final (-)	4.693,4	4.899,7	5.088,5	5.141,3	5.193,7	5.246,2	5.262,1	5.249,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	59,2	59,8	61,1	63,8	65,8	66,5	67,5
= Ahorro bruto	762,8	776,4	815,4	821,8	838,3	854,0	880,0	910,0
Consumo de capital fijo (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Transferencias de capital netas (+)	24,1	22,3	15,0	15,9	16,4	16,6	16,4	16,0
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	510,6	563,9	37,3	-760,9	-1.167,5	-1.346,4	-1.785,1	-1.417,9
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	546,6	600,4	639,4	643,8	645,3	644,3	635,1	617,2
Consumo de capital fijo (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,4	305,7	421,0	443,8	421,5	427,5	438,0	386,0
Efectivo y depósitos	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8	400,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6	2,1
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,3	20,8	31,6	24,8	24,6	22,5	10,8	-16,5
Activos a largo plazo	426,0	350,1	186,9	122,4	123,6	71,4	33,1	78,7
Depósitos	-4,7	0,8	-29,5	-34,8	-35,9	-39,7	-32,4	-18,3
Valores distintos de acciones	0,5	69,9	9,7	29,6	60,5	69,1	49,0	59,6
Acciones y otras participaciones	136,6	-33,7	-61,8	-119,2	-127,5	-169,2	-158,2	-122,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	70,3	-11,1	8,8	-20,2	-13,6	-31,6	-17,0	0,1
Participaciones en fondos de inversión	66,2	-22,5	-70,5	-99,0	-113,9	-137,6	-141,2	-122,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	293,7	313,1	268,5	246,7	226,5	211,1	174,6	159,6
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	397,7	396,8	351,1	318,1	288,1	251,2	200,6	141,7
de los cuales, de IFM de la zona del euro	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9	17,2
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	446,5	509,9	10,9	-681,4	-1.024,3	-1.065,1	-1.394,2	-1.111,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	105,5	54,7	-2,0	-80,2	-129,9	-182,7	-250,7	-210,6
Otros flujos netos (+)	-35,7	-61,3	-37,4	-53,3	-60,9	-120,0	-149,5	-109,9
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.486,5	4.747,9	5.209,4	5.362,3	5.482,8	5.540,0	5.714,6	5.787,8
Efectivo y depósitos	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,1	5.055,3	5.104,9	5.313,7	5.377,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4	352,0
Valores distintos de acciones ²⁾	16,1	36,1	69,2	78,1	81,1	86,4	73,5	58,1
Activos a largo plazo	10.933,2	11.902,7	12.066,4	11.401,5	11.125,1	10.760,6	10.278,0	10.034,6
Depósitos	936,9	942,2	875,6	832,3	821,9	803,5	806,3	784,1
Valores distintos de acciones	1.199,5	1.280,0	1.293,0	1.309,9	1.294,8	1.258,7	1.243,3	1.278,8
Acciones y otras participaciones	4.549,8	5.065,7	5.016,4	4.400,4	4.130,1	3.839,6	3.423,0	3.163,8
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	3.203,3	3.643,8	3.637,8	3.189,2	2.970,6	2.756,7	2.431,6	2.230,7
Participaciones en fondos de inversión	1.346,5	1.421,8	1.378,7	1.211,1	1.159,5	1.083,0	991,4	933,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.247,1	4.614,8	4.881,3	4.859,0	4.878,3	4.858,7	4.805,3	4.808,0
Otros activos netos (+)	77,7	60,8	16,6	-3,5	-4,4	5,6	-32,5	-41,2
Pasivos (-)								
Préstamos	4.763,2	5.159,6	5.494,9	5.542,0	5.607,0	5.655,1	5.688,0	5.678,5
de los cuales, de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,0	4.824,7	4.860,8	4.887,0	4.938,3	4.901,4	4.879,6
= Riqueza financiera neta	10.734,3	11.551,8	11.797,4	11.218,3	10.996,5	10.651,1	10.272,0	10.102,7

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.
- 2) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.175,6	4.380,6	4.631,9	4.683,7	4.740,1	4.777,8	4.780,5	4.722,8
Remuneración de los asalariados (-)	2.478,4	2.591,8	2.719,7	2.754,1	2.784,9	2.814,5	2.835,3	2.831,5
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	73,0	75,9	81,3	81,7	82,4	83,5	80,4	79,0
= Excedente bruto de explotación (+)	1.624,1	1.712,9	1.830,8	1.848,0	1.872,8	1.879,8	1.864,8	1.812,2
Consumo de capital fijo (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
= Excedente neto de explotación (+)	952,0	1.009,7	1.089,5	1.098,2	1.113,9	1.111,5	1.087,2	1.026,2
Renta de la propiedad, recursos (+)	437,3	496,1	574,4	587,1	602,3	610,7	614,1	593,8
Intereses, recursos	136,7	162,5	197,6	207,3	215,9	221,2	223,7	217,0
Otra renta de la propiedad, recursos	300,6	333,6	376,8	379,8	386,4	389,5	390,4	376,8
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,3	282,1	339,0	357,7	375,7	392,2	403,0	392,9
= Renta empresarial neta (+)	1.153,1	1.223,7	1.324,9	1.327,5	1.340,5	1.329,9	1.298,2	1.227,0
Renta distribuida (-)	882,6	953,2	1.021,3	1.025,1	1.048,7	1.057,9	1.058,5	1.059,0
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,6	189,2	211,8	213,8	213,9	210,0	192,4	187,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,7	64,9	63,8	63,3	63,2	62,9	63,0
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,5	62,4	62,7	62,5	62,4	62,3	62,2
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,9	65,9	57,3	57,2	58,2	57,9	57,1	56,8
= Ahorro neto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	255,6	311,1	366,6	372,5	380,5	388,5	376,0	320,0
Formación bruta de capital fijo (+)	920,5	994,0	1.084,1	1.098,6	1.118,5	1.133,6	1.119,9	1.084,5
Consumo de capital fijo (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,2	20,2	23,9	23,8	21,0	23,2	33,6	21,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,3	164,1	161,9	164,2	121,4	94,3	47,8	-26,8
Efectivo y depósitos	113,6	146,1	154,9	127,7	115,9	90,2	16,5	-11,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5	19,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	6,3	15,4	25,2	46,5	14,8	-3,8	-0,2	-35,1
Activos a largo plazo	370,2	475,2	474,1	497,9	500,7	538,1	641,2	640,0
Depósitos	28,0	28,5	24,3	5,3	-25,6	2,8	10,7	17,1
Valores distintos de acciones	-34,9	1,2	-48,2	-88,2	-105,7	-60,2	-36,6	3,5
Acciones y otras participaciones	242,8	261,8	328,0	367,5	389,0	353,7	354,1	325,5
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	134,4	183,7	169,9	213,3	242,9	241,8	313,0	293,9
Otros activos netos (+)	105,6	165,2	208,9	137,5	62,9	-9,1	-78,2	-149,2
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	447,0	757,4	802,5	778,6	733,6	734,4	668,8	553,3
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0	284,9
de la cual, valores distintos de acciones	13,6	40,1	40,2	37,4	15,9	38,2	42,6	52,4
Acciones y otras participaciones	279,7	256,1	304,3	292,4	241,5	199,4	249,7	225,7
Acciones cotizadas	104,1	42,0	42,2	23,5	-12,6	-29,2	1,8	9,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	175,6	214,1	262,1	269,0	254,1	228,6	247,9	215,7
Transferencias netas de capital, recursos (-)	62,0	72,5	68,4	69,6	73,6	75,7	75,5	77,9
= Ahorro neto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.517,5	1.675,2	1.820,4	1.842,2	1.845,0	1.855,2	1.871,4	1.841,0
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.534,6	1.548,7	1.553,5	1.517,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8	204,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	111,8	123,3	139,1	152,6	127,2	122,1	128,1	119,9
Activos a largo plazo	8.667,0	10.024,9	10.750,3	10.098,1	9.897,4	9.630,1	8.871,7	8.598,8
Depósitos	191,2	223,6	266,8	256,8	243,3	268,7	282,1	273,6
Valores distintos de acciones	281,5	282,9	236,3	170,6	160,9	167,8	180,1	153,5
Acciones y otras participaciones	6.328,5	7.486,0	8.025,8	7.355,1	7.112,3	6.755,7	5.877,6	5.550,7
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.865,9	2.032,4	2.221,5	2.315,7	2.380,9	2.437,9	2.531,9	2.621,1
Otros activos netos (+)	386,5	457,0	638,9	642,0	599,6	608,6	605,3	564,6
Pasivos								
Deuda	7.097,8	7.834,6	8.593,8	8.749,4	8.957,7	9.117,0	9.271,2	9.335,8
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.429,3	3.878,8	4.418,2	4.559,5	4.683,3	4.775,9	4.841,9	4.843,0
de la cual, valores distintos de acciones	675,7	694,5	695,1	696,0	701,3	716,1	735,5	757,0
Acciones y otras participaciones	10.974,7	12.938,0	13.932,0	12.581,4	12.141,1	11.377,0	10.273,1	9.637,0
Acciones cotizadas	3.712,2	4.491,5	5.008,5	4.229,2	3.999,5	3.459,8	2.866,1	2.517,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.262,5	8.446,5	8.923,5	8.352,2	8.141,7	7.917,2	7.407,0	7.119,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos)

	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	25,6	64,8	87,8	110,0	102,8	88,8	106,7	50,7
Efectivo y depósitos	7,2	11,0	6,4	32,7	35,7	32,1	59,1	18,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2	13,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	18,9	50,2	78,3	61,6	52,9	35,8	25,3	18,4
Activos a largo plazo	284,3	317,1	220,4	214,1	172,9	156,3	131,9	111,6
Depósitos	17,2	76,8	51,5	27,8	15,8	0,6	-1,2	9,9
Valores distintos de acciones	133,1	126,7	92,9	83,0	74,1	90,4	70,1	72,6
Préstamos	-4,1	2,5	-13,6	20,2	16,3	20,0	30,3	6,3
Acciones cotizadas	30,8	-1,4	-5,8	-2,9	-1,7	-9,4	-6,0	-4,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19,9	28,6	29,6	44,7	39,7	41,7	34,3	26,0
Participaciones en fondos de inversión	87,4	84,1	65,8	41,3	28,5	12,8	4,5	1,2
Otros activos netos (+)	12,2	3,2	-26,7	-20,9	-17,4	-7,8	23,7	-5,2
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,9	4,4	5,1	5,4	9,3	9,8
Préstamos	17,3	35,9	21,7	44,0	18,1	4,1	21,7	-9,9
Acciones y otras participaciones	10,6	11,5	1,7	-0,9	-1,9	-7,1	3,6	4,5
Reservas técnicas de seguro	335,5	323,9	287,0	269,6	252,2	237,8	193,1	160,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	292,8	310,0	283,3	264,3	242,1	222,5	179,0	152,1
Reservas para primas y para siniestros	42,6	14,0	3,6	5,4	10,2	15,3	14,2	8,1
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-40,9	8,1	-32,8	-13,8	-15,3	-3,0	34,6	-7,4
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	190,7	180,5	-12,0	-218,4	-327,5	-399,1	-540,5	-437,6
Otros activos netos	76,1	-34,5	-58,7	-1,9	-19,1	-27,8	35,0	27,1
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	118,4	35,0	-31,4	-92,7	-148,2	-146,7	-187,7	-188,4
Reservas técnicas de seguro	137,8	52,9	-3,3	-80,8	-132,3	-188,5	-255,5	-215,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	146,9	56,2	-2,8	-78,1	-127,6	-180,8	-246,2	-208,6
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	-3,3	-0,4	-2,7	-4,7	-7,7	-9,3	-6,9
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	10,6	58,2	-36,0	-46,8	-66,1	-91,6	-62,3	-6,6
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	437,2	509,4	591,2	650,1	659,3	664,1	702,3	707,8
Efectivo y depósitos	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6	216,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2	109,9
Valores distintos de acciones ¹⁾	215,0	270,8	344,1	362,2	381,9	376,3	373,5	381,1
Activos a largo plazo	4.608,2	5.045,0	5.198,6	5.102,6	5.039,0	4.974,1	4.805,3	4.770,0
Depósitos	524,7	602,4	650,6	649,3	653,4	648,7	648,2	660,8
Valores distintos de acciones	1.776,4	1.848,5	1.893,5	1.941,7	1.921,2	1.966,9	1.974,9	2.009,1
Préstamos	353,5	351,2	331,8	359,1	355,0	356,9	364,8	363,3
Acciones cotizadas	653,3	725,1	708,3	613,9	595,1	536,3	426,0	392,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	392,8	471,0	506,5	485,5	468,7	455,7	433,0	414,2
Participaciones en fondos de inversión	907,5	1.046,9	1.107,9	1.053,1	1.045,7	1.009,6	958,4	929,8
Otros activos netos (+)	176,9	203,3	171,9	192,0	176,9	175,5	213,5	216,9
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,3	35,9	35,2	35,8	36,5	36,7	43,2	41,5
Préstamos	136,4	167,7	187,2	221,6	211,4	206,7	212,8	219,1
Acciones y otras participaciones	626,9	673,4	643,6	586,6	548,3	527,1	459,6	402,8
Reservas técnicas de seguro	4.558,7	4.935,5	5.219,2	5.213,0	5.237,5	5.221,3	5.156,8	5.157,7
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.892,0	4.258,2	4.538,7	4.526,1	4.547,7	4.530,5	4.471,5	4.469,6
Reservas para primas y para siniestros	666,7	677,3	680,5	686,9	689,8	690,8	685,4	688,1
= Riqueza financiera neta	-121,0	-54,7	-123,5	-112,3	-158,5	-178,0	-151,2	-126,4

Fuente: BCE.

1) Valores hasta dos años emitidos por IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

MERCADOS FINANCIEROS

4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

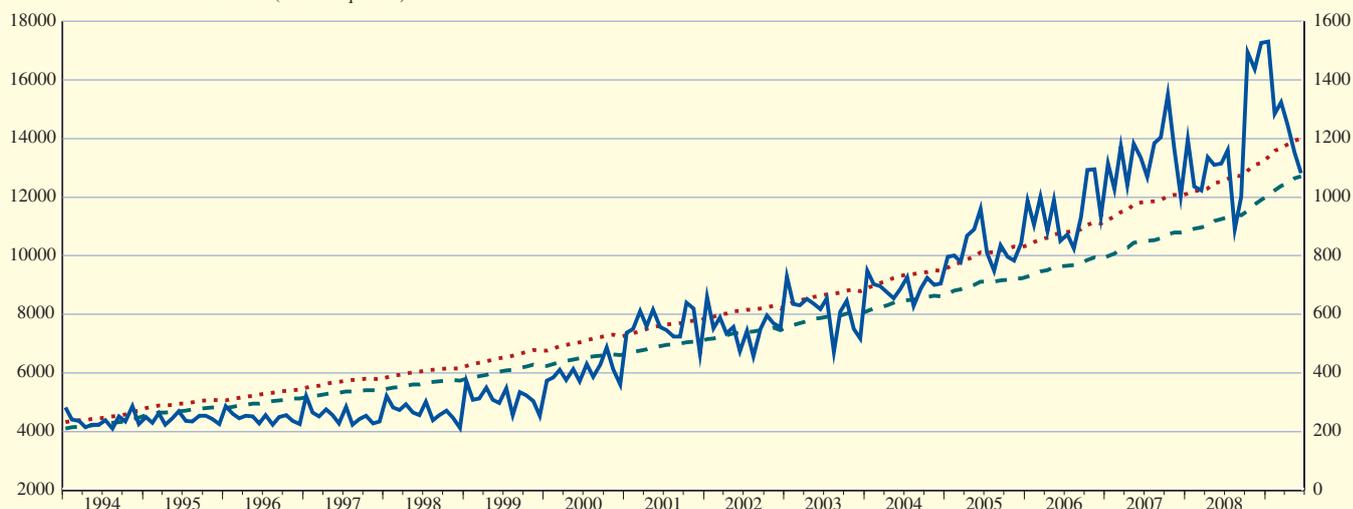
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2008 Jun	13.494,4	1.155,6	135,8	11.251,7	1.040,3	74,8	12.539,2	1.113,5	82,1	6,8	99,2	5,9
Jul	13.506,8	1.139,6	11,1	11.309,0	1.073,9	55,6	12.614,5	1.160,6	74,9	7,1	100,8	7,1
Ago	13.632,6	880,7	123,0	11.416,9	816,0	105,2	12.744,2	889,5	110,5	7,8	146,5	9,0
Sep	13.635,5	1.022,0	1,4	11.384,4	930,3	-33,9	12.704,1	1.001,2	-43,3	7,0	8,0	8,7
Oct	13.733,5	1.454,3	97,4	11.535,3	1.417,3	150,3	12.903,2	1.494,5	145,4	6,9	119,4	9,5
Nov	13.951,6	1.422,3	218,5	11.762,5	1.369,7	228,0	13.095,9	1.436,9	213,7	8,1	193,1	11,0
Dic	14.137,1	1.537,4	189,7	11.914,6	1.448,7	156,5	13.168,3	1.526,0	143,2	9,5	229,2	13,1
2009 Ene	14.237,3	1.500,7	96,2	12.055,4	1.451,4	137,9	13.370,5	1.530,0	147,1	10,1	105,1	13,1
Feb	14.429,4	1.259,2	189,8	12.241,4	1.199,9	183,8	13.573,9	1.285,4	203,4	11,1	156,1	13,1
Mar	14.604,1	1.318,0	173,2	12.380,2	1.229,8	137,3	13.678,2	1.323,1	148,3	11,9	132,9	15,2
Abr	14.678,6	1.230,3	77,3	12.477,6	1.163,9	100,3	13.788,7	1.246,9	108,3	12,1	90,5	14,6
May	14.883,4	1.155,4	203,4	12.648,6	1.066,0	169,7	13.924,9	1.152,4	164,8	12,0	105,1	12,9
Jun	14.963,7	1.079,2	84,2	12.701,7	1.000,5	56,9	13.984,9	1.081,9	68,6	11,8	87,2	10,5
A largo plazo												
2008 Jun	12.087,4	283,9	113,8	10.024,1	230,3	87,2	11.115,2	254,5	95,5	5,2	71,2	4,8
Jul	12.114,1	208,8	25,2	10.056,0	178,5	30,1	11.154,2	196,7	35,6	5,3	68,3	5,7
Ago	12.203,2	160,0	87,2	10.133,9	133,8	76,1	11.252,8	149,2	76,8	6,1	121,4	7,7
Sep	12.192,1	183,4	-10,4	10.111,8	145,4	-21,3	11.236,2	158,4	-31,8	5,7	0,7	7,5
Oct	12.216,6	199,0	24,8	10.147,8	182,8	36,3	11.329,3	195,4	30,8	5,3	32,9	6,7
Nov	12.391,9	275,5	174,4	10.323,5	253,9	175,0	11.484,7	262,5	165,9	6,2	138,2	8,0
Dic	12.570,6	362,8	180,5	10.494,7	328,3	173,3	11.579,0	340,0	154,1	7,3	165,7	9,7
2009 Ene	12.647,9	291,7	75,8	10.585,2	276,9	90,0	11.714,2	300,3	90,6	8,2	117,2	10,6
Feb	12.817,5	300,6	168,4	10.746,7	269,5	160,6	11.886,9	296,6	172,8	9,2	135,6	10,7
Mar	13.000,5	319,8	153,3	10.919,7	280,2	143,3	12.024,3	301,8	144,4	10,4	141,7	13,4
Abr	13.074,2	289,0	77,1	10.985,4	254,1	69,2	12.100,0	272,9	72,7	10,3	69,5	14,0
May	13.273,9	334,5	199,5	11.152,2	276,6	166,7	12.247,3	296,8	170,7	10,6	108,1	13,3
Jun	13.385,2	303,6	114,0	11.254,2	268,5	104,5	12.367,1	300,9	123,3	10,8	96,2	11,8

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	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2007	12.066	5.046	1.506	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.168	5.266	1.929	695	4.938	340	1.177	817	74	100	162	24
2008 III	12.704	5.267	1.686	680	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
IV	13.168	5.266	1.929	695	4.938	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 I	13.678	5.392	2.039	718	5.186	343	1.379	922	78	92	251	35
II	13.985	5.423	2.119	749	5.342	351	1.160	746	62	89	244	20
2009 Mar	13.678	5.392	2.039	718	5.186	343	1.323	878	67	90	260	27
Abr	13.789	5.418	2.072	730	5.218	350	1.247	806	65	90	259	26
May	13.925	5.453	2.101	741	5.281	349	1.152	743	66	88	239	17
Jun	13.985	5.423	2.119	749	5.342	351	1.082	689	54	88	235	16
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 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
II	1.618	785	37	84	696	16	870	631	14	69	143	13
2009 Mar	1.654	838	41	98	659	18	1.021	764	17	74	149	17
Abr	1.689	829	42	95	705	17	974	694	16	74	173	16
May	1.678	832	40	89	701	15	856	626	13	64	142	10
Jun	1.618	785	37	84	696	16	781	572	15	68	113	12
A largo plazo ²⁾												
2007	10.779	4.259	1.470	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.579	4.444	1.868	580	4.372	315	215	95	48	8	61	4
2008 III	11.236	4.441	1.624	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
IV	11.579	4.444	1.868	580	4.372	315	266	95	98	11	57	5
2009 I	12.024	4.554	1.998	621	4.528	324	300	116	61	18	96	8
II	12.367	4.638	2.082	665	4.646	336	290	115	47	20	101	7
2009 Mar	12.024	4.554	1.998	621	4.528	324	302	114	51	16	111	10
Abr	12.100	4.589	2.030	635	4.513	333	273	112	49	16	86	10
May	12.247	4.621	2.060	652	4.580	335	297	117	54	24	96	6
Jun	12.367	4.638	2.082	665	4.646	336	301	117	39	20	121	4
Del cual a tipo fijo												
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.610	2.325	636	444	3.955	250	119	48	9	6	53	3
2008 III	7.534	2.370	619	431	3.865	248	101	42	7	3	47	2
IV	7.610	2.325	636	444	3.955	250	120	42	13	10	53	2
2009 I	7.931	2.396	703	487	4.093	252	208	72	27	18	86	5
II	8.225	2.481	746	532	4.207	259	204	68	22	18	90	5
2009 Mar	7.931	2.396	703	487	4.093	252	206	65	20	15	99	6
Abr	7.979	2.418	718	501	4.084	258	182	62	20	15	77	7
May	8.102	2.457	727	519	4.140	260	207	77	19	22	84	5
Jun	8.225	2.481	746	532	4.207	259	222	67	27	17	109	2
Del cual a tipo variable												
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.480	1.725	1.202	126	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 III	3.229	1.698	979	129	362	61	53	24	21	2	4	1
IV	3.480	1.725	1.202	126	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.590	1.757	1.270	124	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.626	1.744	1.309	123	374	75	65	31	24	1	7	2
2009 Mar	3.590	1.757	1.270	124	369	70	81	39	30	1	7	4
Abr	3.606	1.763	1.286	124	360	73	73	37	27	1	5	3
May	3.619	1.748	1.307	123	367	73	71	25	34	1	9	1
Jun	3.626	1.744	1.309	123	374	75	53	31	10	2	7	2

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

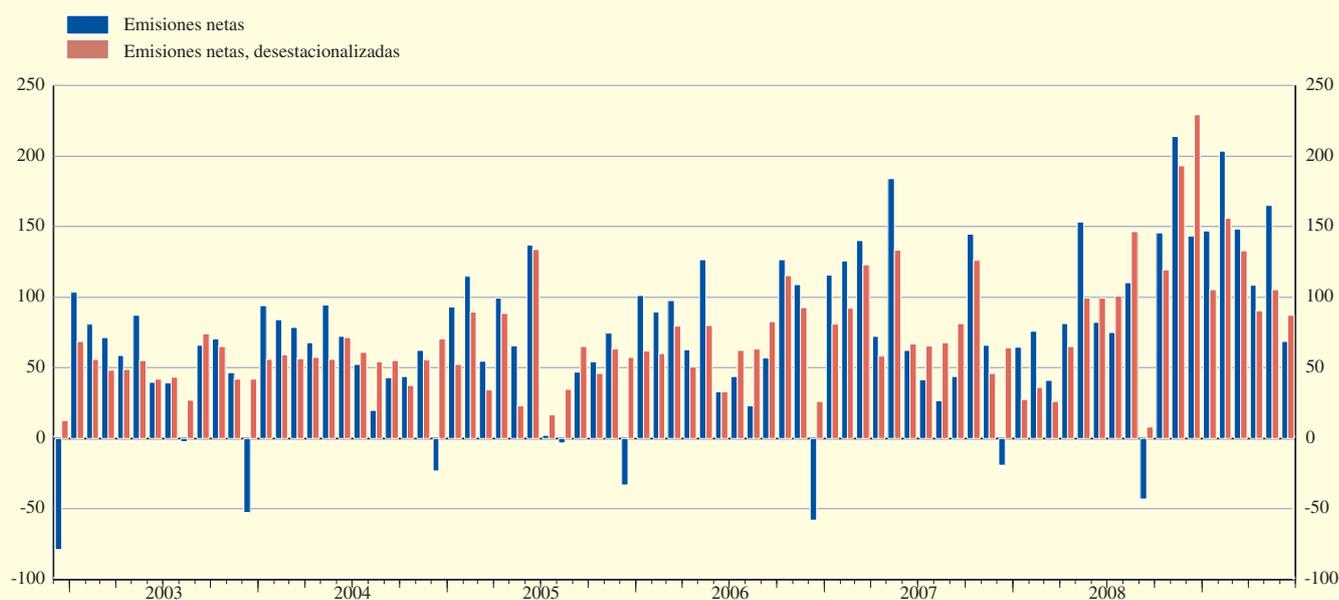
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2007	83,6	40,7	27,7	4,2	9,9	1,2	83,7	41,2	27,1	4,3	10,0	1,1
2008	95,2	23,2	35,2	3,9	31,7	1,1	95,8	23,4	34,4	4,0	33,1	0,9
2008 III	47,3	10,9	18,6	1,9	14,7	1,2	85,1	20,0	32,9	4,6	25,3	2,2
IV	167,5	11,6	81,6	5,9	62,9	5,3	180,6	21,8	56,5	8,9	90,6	2,8
2009 I	166,3	40,5	35,5	7,2	82,1	0,9	131,4	21,1	45,4	5,4	56,9	2,5
II	113,9	19,3	27,7	10,3	53,7	2,9	94,2	18,7	27,4	6,2	39,0	3,0
2009 Mar	148,3	14,0	33,4	4,1	91,9	4,9	132,9	9,3	39,2	5,0	74,8	4,6
Abr	108,3	28,0	31,6	10,2	31,3	7,2	90,5	16,2	37,2	6,4	23,9	6,8
May	164,8	52,9	33,2	13,0	66,0	-0,3	105,1	29,5	30,5	5,4	39,3	0,4
Jun	68,6	-23,0	18,2	7,8	63,8	1,9	87,2	10,3	14,4	7,0	53,8	1,7
A largo plazo												
2007	61,8	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,5	2,4	7,7	0,7
2008	65,8	16,2	33,2	2,5	13,3	0,5	65,1	16,4	32,4	2,5	13,2	0,5
2008 III	26,9	7,4	15,2	2,5	1,3	0,5	63,5	16,2	29,6	4,0	12,2	1,5
IV	116,9	3,1	81,8	4,4	26,2	1,5	112,2	12,7	57,2	4,7	37,0	0,7
2009 I	135,9	25,8	42,3	13,1	51,7	3,1	131,5	17,1	52,4	14,6	44,4	3,0
II	122,3	33,6	29,1	14,9	40,9	3,8	91,3	23,0	28,1	11,2	25,3	3,6
2009 Mar	144,4	23,7	30,8	9,4	74,9	5,6	141,7	16,4	37,3	11,4	71,6	5,0
Abr	72,7	36,1	30,4	13,2	-15,3	8,3	69,5	27,8	36,3	11,8	-14,3	7,7
May	170,7	46,0	35,2	18,5	69,0	2,1	108,1	23,2	30,9	11,9	39,6	2,4
Jun	123,3	18,8	21,6	13,0	69,0	1,0	96,2	17,8	17,1	10,0	50,5	0,8

C17 Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Medias o datos mensuales de las operaciones realizadas en este período.

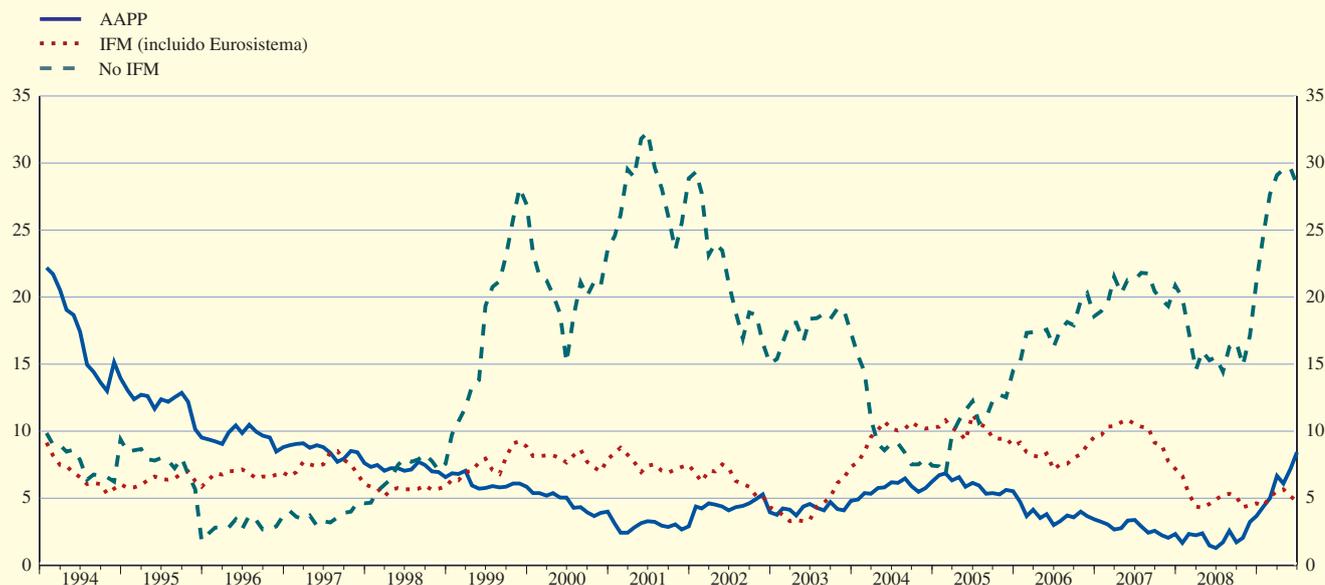
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2008 Jun	6,8	8,3	22,7	3,4	1,5	2,1	5,9	6,2	20,6	2,2	2,2	-2,3
Jul	7,1	8,6	21,5	2,7	2,1	3,3	7,1	7,0	22,4	1,9	3,6	2,4
Ago	7,8	8,4	23,9	4,9	3,0	3,4	9,0	8,8	27,9	3,1	4,5	5,9
Sep	7,0	6,9	23,8	5,9	2,6	2,3	8,7	8,1	28,4	5,3	3,9	5,9
Oct	6,9	5,3	21,1	4,3	5,0	2,8	9,5	6,7	25,8	5,1	8,2	9,9
Nov	8,1	5,7	24,0	4,2	6,7	2,8	11,0	5,1	30,8	4,8	12,5	7,1
Dic	9,5	5,5	28,0	7,1	8,4	3,9	13,1	4,8	35,7	12,5	15,5	9,6
2009 Ene	10,1	5,3	30,3	7,0	9,6	5,4	13,1	3,6	38,4	12,3	16,0	8,5
Feb	11,1	6,3	32,3	8,1	10,1	6,5	13,1	3,9	36,7	13,3	16,0	7,1
Mar	11,9	6,5	33,4	9,0	11,5	7,9	15,2	4,9	38,5	13,0	19,5	9,9
Abr	12,1	6,3	33,5	10,1	11,6	10,6	14,6	6,1	41,6	15,5	14,8	11,3
May	12,0	5,5	33,1	9,9	12,6	9,4	12,9	5,8	35,2	15,6	12,6	11,8
Jun	11,8	4,7	30,0	11,3	13,6	9,7	10,5	4,5	24,4	10,1	11,8	10,0
A largo plazo												
2008 Jun	5,2	4,9	21,1	2,2	1,2	1,9	4,8	5,2	18,7	1,6	0,5	-0,3
Jul	5,3	5,2	19,5	2,1	1,6	3,1	5,7	5,8	20,1	0,8	1,9	2,5
Ago	6,1	5,3	21,7	3,1	2,5	3,5	7,7	7,2	27,0	2,1	2,8	5,0
Sep	5,7	5,1	21,5	4,4	1,7	2,2	7,5	7,1	27,1	5,4	1,9	4,3
Oct	5,3	4,3	19,3	3,7	2,1	1,4	6,7	6,0	23,8	4,4	2,1	5,5
Nov	6,2	4,5	22,6	3,2	3,4	1,3	8,0	4,6	29,6	3,5	5,2	3,0
Dic	7,3	4,6	27,0	5,5	3,8	2,1	9,7	4,0	35,8	9,6	7,1	4,3
2009 Ene	8,2	4,4	30,9	8,2	4,4	3,3	10,6	3,1	42,7	16,2	7,1	4,1
Feb	9,2	5,1	34,1	10,6	5,1	3,9	10,7	3,0	41,4	19,7	7,3	2,9
Mar	10,4	5,5	35,0	13,1	6,7	5,7	13,4	4,0	43,4	21,3	11,7	7,2
Abr	10,3	5,6	34,9	14,9	5,9	8,6	14,0	5,3	46,8	26,3	9,8	11,8
May	10,6	5,2	34,6	16,1	7,1	8,5	13,3	5,7	39,6	30,2	9,0	14,1
Jun	10,8	4,7	31,9	18,6	8,4	8,5	11,8	5,4	28,1	28,4	9,7	13,1

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 euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,6	3,8	-1,8
2008	3,0	4,9	5,7	4,2	1,5	1,4	12,9	5,5	33,7	7,0	7,6	3,2
2008 III	3,0	5,5	5,0	3,4	1,3	2,0	12,4	5,3	32,4	3,2	7,7	6,0
2008 IV	3,2	4,5	4,9	4,5	2,3	-0,8	13,1	5,7	34,2	4,3	3,8	10,2
2009 I	6,1	5,0	13,1	12,4	5,3	1,4	15,9	5,4	45,1	0,4	0,8	11,1
2009 II	8,9	6,8	20,2	21,1	7,4	4,5	14,8	3,3	44,5	-1,2	-0,6	20,6
2009 Ene	5,4	4,2	11,1	10,9	4,9	1,2	15,6	5,3	44,6	0,6	0,1	10,0
2009 Feb	6,7	5,5	15,8	14,2	5,6	2,0	16,2	5,1	47,0	0,1	0,2	9,7
2009 Mar	8,4	6,6	18,1	17,8	7,3	2,6	16,4	5,0	47,2	-0,9	0,4	16,7
2009 Abr	8,4	6,7	19,5	20,1	6,6	5,3	15,7	4,5	45,9	-0,7	-1,5	20,3
2009 May	9,2	7,2	20,8	21,9	7,4	5,0	14,2	2,2	44,6	-1,9	-0,5	20,8
2009 Jun	10,1	6,5	22,1	24,8	9,0	4,2	12,7	1,6	39,0	-1,3	0,0	24,6
En euros												
2007	4,6	6,5	13,7	2,3	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,1	1,7	1,3	14,3	6,5	35,3	7,1	7,9	2,0
2008 III	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,3	6,8	34,3	3,8	8,1	4,6
2008 IV	3,3	4,7	7,2	2,2	2,5	-1,2	15,4	7,6	36,8	5,0	4,0	9,2
2009 I	6,5	6,1	16,4	9,7	5,5	0,8	18,8	7,9	48,1	0,4	0,9	11,0
2009 II	9,5	8,8	23,1	19,4	7,6	3,9	17,5	5,4	47,5	-2,1	-0,7	22,4
2009 Ene	5,8	5,3	14,0	8,1	5,1	0,6	18,6	8,1	47,5	0,8	0,2	9,2
2009 Feb	7,2	6,7	19,5	11,3	5,8	1,4	19,1	7,5	50,0	0,1	0,3	10,1
2009 Mar	8,9	8,1	21,7	15,6	7,5	1,9	19,2	7,5	50,3	-1,7	0,3	17,7
2009 Abr	9,0	8,6	22,8	18,2	6,8	4,6	18,4	6,6	49,0	-1,4	-1,6	22,2
2009 May	9,8	9,4	23,5	20,2	7,6	4,4	17,0	4,2	47,7	-2,9	-0,6	22,8
2009 Jun	10,7	8,4	24,1	23,6	9,3	3,5	15,3	3,4	41,9	-2,3	-0,1	26,8

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)

- AAPP
- IFM (incluido Eurosistema)
- - - No IFM



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

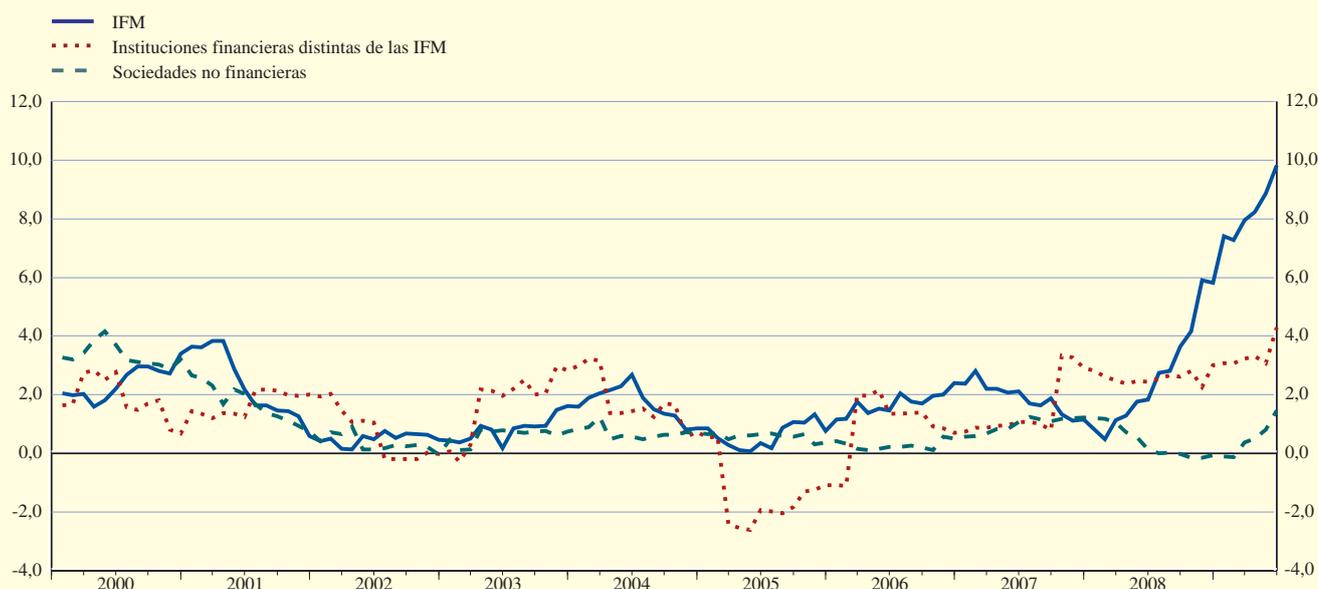
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 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 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	628,2	3,3	5.243,1	1,2
Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	578,6	3,3	5.018,6	1,2
Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,2	1,2
2008 Ene	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,3	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,6	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,2	0,1
Jul	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,1	0,0
Ago	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,6	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,0	0,0
Oct	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,1	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
Dic	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,0	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	239,9	3,1	2.702,3	-0,1
Feb	2.922,1	105,6	1,1	276,7	7,3	189,0	3,1	2.456,4	-0,1
Mar	3.009,9	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,2	2.489,2	0,4
Abr	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,9	3,3	2.771,3	0,5
May	3.580,5	106,5	1,9	455,2	8,9	254,8	3,1	2.870,5	0,8
Jun	3.530,5	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,3	2.824,1	1,5

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 euro ¹⁾

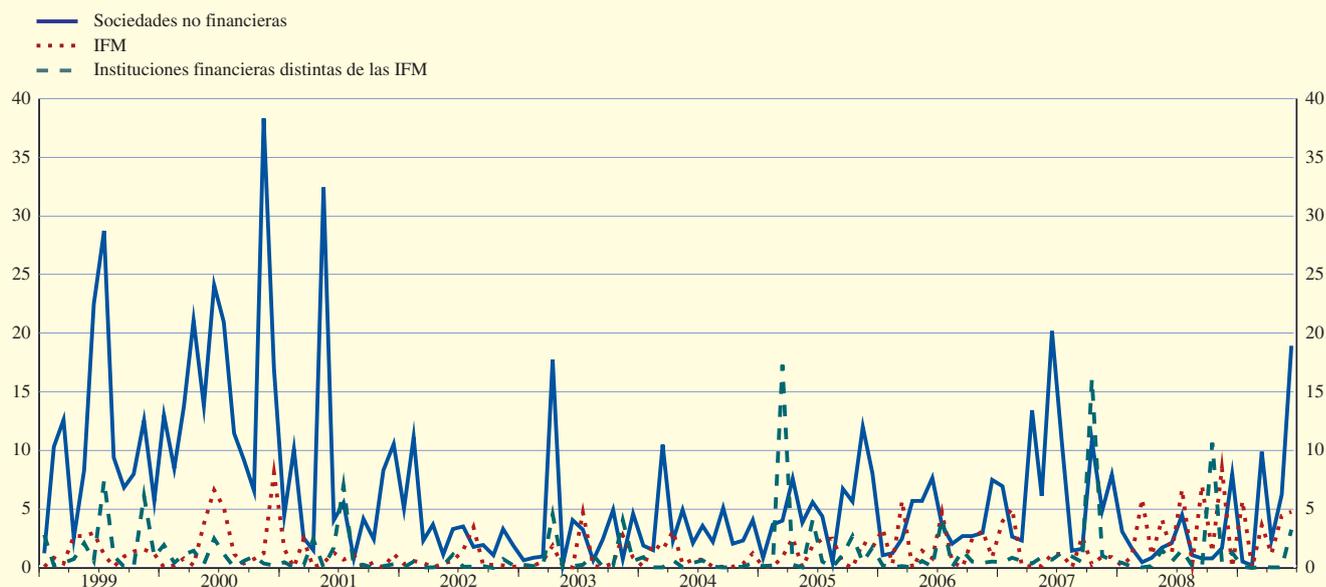
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2007 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	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	2,4	0,3	2,1
May	10,7	0,3	10,4	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,2	0,3	6,0
Jun	27,0	1,7	25,3	4,8	0,0	4,8	3,3	0,0	3,2	18,9	1,6	17,3

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	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 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	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,64	3,07	1,12
May	0,61	1,89	2,42	2,71	1,99	3,62	0,76	1,08	2,39	3,12	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,66	1,04	2,18	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,42	2,61	1,92	3,38	0,57	0,81	2,49	2,95	0,68

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 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	10,46	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	10,13	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	4,33	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,44	6,50	8,27	8,05	3,39	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,88	6,44	8,17	8,08	3,22	4,13	4,50	4,58	4,11	3,60	4,71	4,90
Jun	9,54	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,01	4,51	4,58	4,04	3,54	4,76	4,95
Jul	9,30	7,66	6,46	8,01	8,03	3,04	3,87	4,54	4,54	3,95	3,40	4,77	4,86

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 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		4,76	3,82	5,02	4,60	2,54	3,34	4,01
May		4,67	3,73	5,01	4,52	2,48	3,22	3,96
Jun		4,58	3,64	4,86	4,50	2,56	3,08	3,70
Jul		4,34	3,57	4,79	4,32	2,37	2,89	3,89

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se 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.
- 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 euro¹⁾
(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

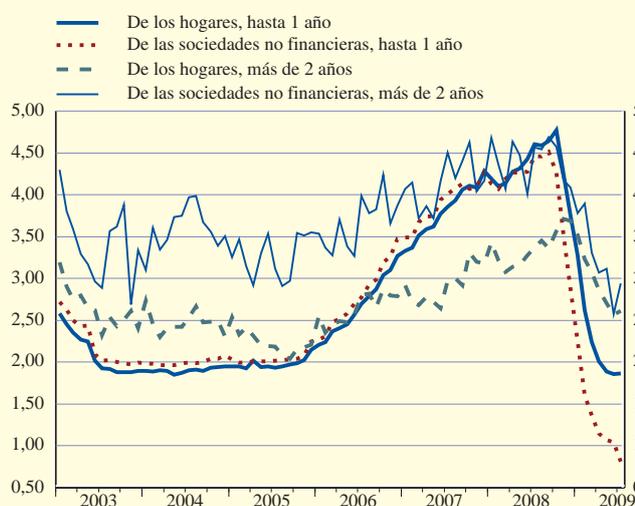
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Ago	1,29	4,38	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	3,09
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	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,52	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,76	2,41	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,66	2,21	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,01	1,92	3,38	0,57	1,99	3,55	1,53

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 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	4,63	4,78	8,43	7,09	6,07	4,41	4,28	4,48
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,12	3,97	4,25
May	4,59	4,45	4,56	8,08	6,92	5,84	4,01	3,84	4,12
Jun	4,51	4,40	4,46	7,98	6,91	5,79	3,93	3,72	4,00
Jul	4,32	4,31	4,35	7,82	6,78	5,66	3,72	3,58	3,82

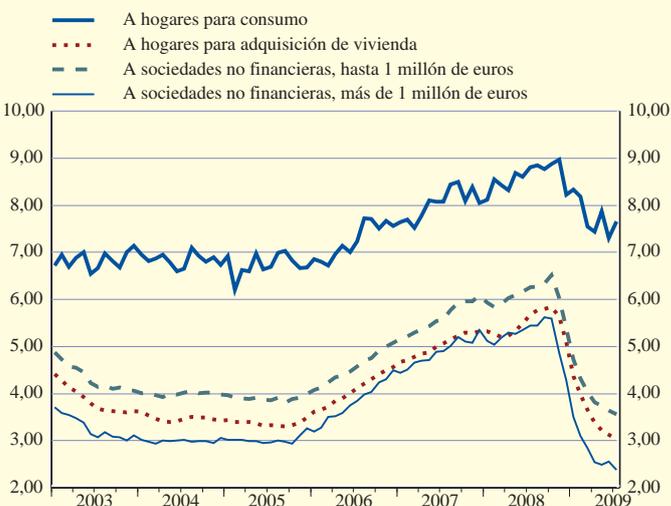
C22 Nuevos depósitos a plazo

(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)



Fuente: BCE

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

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

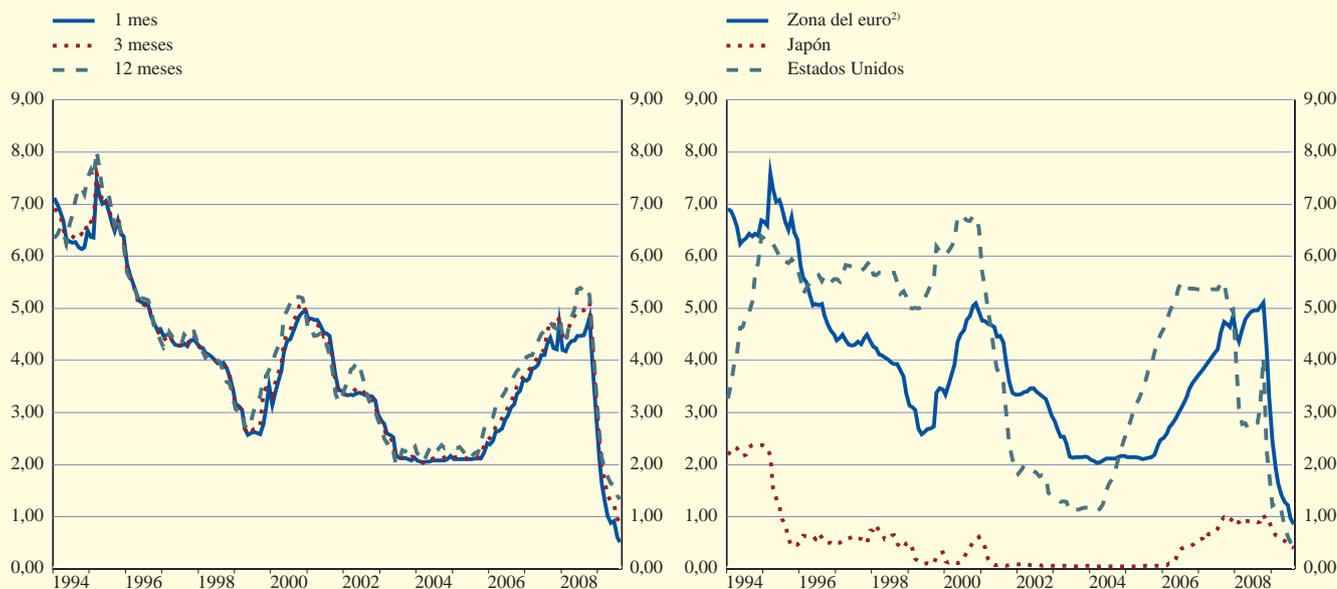
	Zona del euro ^{1,2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
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 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
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40

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⁾

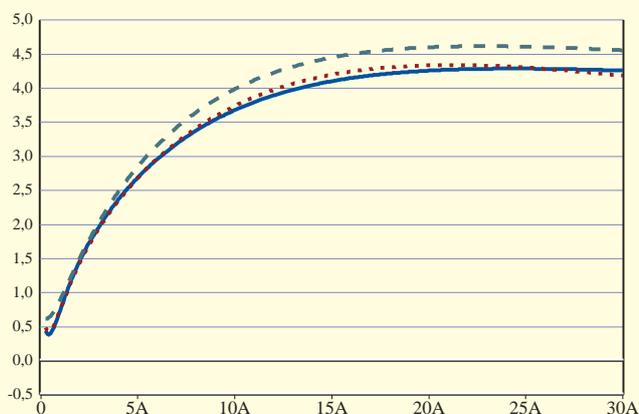
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 II	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
2008 III	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
2008 IV	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2008 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
2008 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
2008 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
2008 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
2008 Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
2009 Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
2009 Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
2009 May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
2009 Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2009 Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
2009 Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95

C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

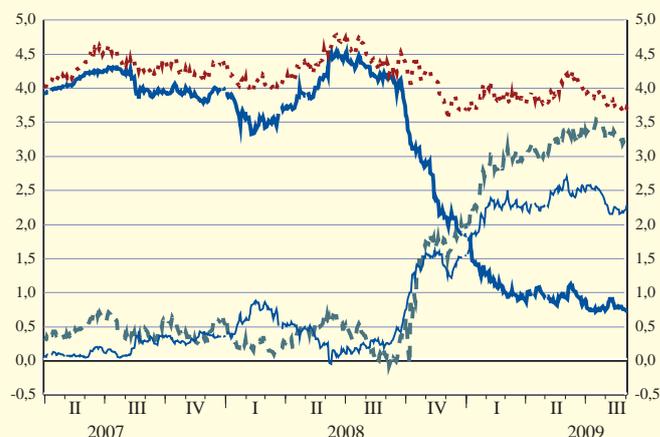
- Agosto 2009
- Julio 2009
- - - Junio 2009



C27 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

- Tipo a un año (escala izquierda)
- Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial diez años - tres meses (escala derecha)
- Diferencial diez años - dos años (escala derecha)



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 período)

	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	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 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
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4

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 consumo ¹⁾

	Total					Total (d., variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2008 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
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,7	0,2	0,7	0,4	0,0	1,7
2009 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	108,5	-0,1	1,3	-1,6	2,0	0,3	0,4	-0,3	-0,1	2,5	0,1	-0,4	1,6
Jul	107,8	-0,7	1,2	-2,4	1,9	-0,2	0,1	-0,7	-0,1	-1,8	0,2	-0,9	1,2
Ago ⁴⁾	.	-0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% 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 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
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
2009 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
Jun	0,7	1,1	0,0	-2,7	0,6	-11,7	2,1	1,8	2,7	-0,9	2,2	1,9
Jul	0,0	0,8	-1,1	-3,6	0,5	-14,4	2,1	1,8	2,6	-0,8	1,9	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2009.
- 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 residenciales ¹⁾

	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	3,1	1,6	2,8	1,2	1,1	1,3	0,9	13,5	3,6	7,6
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,4	1,5	13,4	4,8	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,3	2,4	2,1	1,2	4,2	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,5	1,7
2008 II	114,8	7,0	6,4	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	17,2	3,5	2,8 ⁵⁾
III	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,7	4,4	21,5	5,0	-
IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,3	0,6 ⁵⁾
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,1	3,4	-
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	-	-
2009 Feb	109,8	-1,9	-4,2	-1,2	-2,9	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-3,6	-	-
Mar	109,1	-3,2	-5,4	-1,9	-3,9	1,5	-1,6	1,8	-2,0	-6,9	-	-
Abr	108,1	-4,8	-5,9	-2,5	-5,1	1,1	-1,8	1,6	-2,2	-11,1	-	-
May	108,1	-5,9	-7,1	-3,0	-5,7	0,5	-2,0	1,4	-2,5	-13,7	-	-
Jun	108,5	-6,5	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,5	-2,9	-14,8	-	-
Jul	107,7	-8,5	-8,3	-4,0	-7,5	0,1	-2,4	1,3	-3,0	-20,2	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto ¹⁾

	Precios del petróleo ⁶⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones ⁹⁾	Impor- taciones ⁹⁾	
		Ponderados ⁷⁾ por las importaciones			Ponderados ⁸⁾ por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	2,4	3,3	
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,1	2,1	2,9	2,7	3,9	
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,3	2,2	1,7	2,6	1,7	1,5	
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,8	2,9	2,9	2,1	2,4	3,8	
2008 II	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,7	2,2	2,7	4,8	
III	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,2	3,4	2,8	2,5	3,4	5,8	
IV	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,4	2,1	2,0	2,3	1,7	1,3	0,7	
2009 I	35,1	-29,1	-14,8	-36,0	-28,5	-17,3	-36,8	120,1	1,8	1,1	0,4	2,6	0,6	-2,5	-4,4	
II	43,8	-24,5	-11,1	-31,0	-22,5	-9,9	-31,4	120,0	0,9	0,1	-0,6	1,5	-0,7	-3,9	-6,1	
2009 Mar	36,5	-30,6	-17,7	-36,8	-29,3	-17,8	-37,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
Abr	39,0	-25,4	-11,7	-31,9	-23,7	-10,8	-32,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
May	42,8	-24,5	-8,3	-32,1	-22,0	-6,7	-32,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jun	49,5	-23,5	-13,1	-28,8	-21,7	-12,0	-28,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jul	46,5	-22,6	-14,6	-26,6	-21,3	-13,6	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ago	51,1	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

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

3) Datos 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 período 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 período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

9) Los deflatores 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 trabajo ¹⁾

(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	8,2	-0,7	2,9	1,1	2,1	2,0
2006	110,0	0,9	2,7	-0,5	3,5	0,5	2,0	2,0
2007	111,7	1,6	1,9	0,8	4,1	0,5	2,3	1,9
2008	115,3	3,2	-0,5	3,6	1,9	3,4	3,1	3,0
2008 I	113,3	2,5	0,6	0,6	2,5	1,9	4,1	2,8
II	114,7	2,8	-1,5	1,3	2,0	2,6	2,7	4,3
III	115,6	3,5	-1,5	4,2	2,3	4,7	3,4	2,4
IV	118,0	4,5	-0,9	9,6	1,8	5,2	2,5	2,9
2009 I	119,7	5,6	1,6	16,7	1,4	6,3	-0,2	2,9
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	3,9	3,4	3,5	2,4	2,6	3,4
II	121,1	3,2	2,8	2,7	4,0	2,4	2,0	4,4
III	121,9	3,4	3,2	3,1	4,5	4,2	2,7	3,2
IV	122,6	2,8	2,4	2,5	3,7	3,1	1,9	3,2
2009 I	122,4	1,8	4,0	0,6	3,2	2,2	0,2	3,1
Productividad del trabajo ³⁾								
2005	103,1	0,7	-5,3	2,5	-0,8	1,0	0,3	-0,1
2006	104,5	1,3	0,6	4,0	0,0	1,0	0,3	-0,4
2007	105,4	0,9	1,9	2,1	-1,1	1,6	0,0	0,5
2008	105,4	-0,1	3,6	-0,6	2,0	-0,4	-0,8	0,5
2008 I	106,0	0,6	3,2	2,8	1,0	0,5	-1,4	0,6
II	105,6	0,3	4,3	1,4	2,0	-0,2	-0,7	0,1
III	105,4	-0,1	4,7	-1,0	2,1	-0,4	-0,7	0,7
IV	103,9	-1,7	3,3	-6,4	1,9	-2,0	-0,6	0,3
2009 I	102,3	-3,6	2,4	-13,8	1,8	-3,8	0,4	0,2

5. Costes laborales por hora ^{1), 4)}

	Total [índice (d.) 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	
% del total ⁶⁾	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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 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
II	.	.	.	.	.	.	.	2,7

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	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2005	8.142,4	8.022,6	4.668,8	1.664,6	1.683,6	5,6	119,8	3.113,7	2.993,9
2006	8.560,4	8.458,3	4.872,4	1.733,2	1.833,7	19,0	102,0	3.474,0	3.372,0
2007	9.004,9	8.864,4	5.064,1	1.799,7	1.973,3	27,4	140,5	3.744,6	3.604,1
2008	9.270,8	9.177,6	5.231,8	1.892,4	2.002,1	51,4	93,2	3.879,4	3.786,2
2008 II	2.326,9	2.294,4	1.308,5	474,0	506,6	5,3	32,6	991,6	959,1
III	2.329,5	2.314,1	1.317,0	475,0	502,7	19,3	15,4	991,4	976,1
IV	2.298,6	2.286,5	1.305,6	480,6	483,8	16,5	12,1	907,5	895,4
2009 I	2.244,3	2.235,9	1.288,7	487,5	455,9	3,9	8,4	805,6	797,2
II	2.239,0	2.219,7	1.290,3	491,8	448,6	-11,1	19,4	791,0	771,7
<i>porcentaje del PIB</i>									
2008	100,0	99,0	56,4	20,4	21,6	0,6	1,0	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados) ⁴⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2008 II	-0,3	-0,6	-0,4	0,9	-1,4	-	-	-0,5	-1,1
III	-0,3	0,2	0,0	0,5	-1,4	-	-	-0,9	0,3
IV	-1,8	-0,7	-0,5	0,6	-3,4	-	-	-7,2	-4,7
2009 I	-2,5	-2,1	-0,5	0,7	-5,3	-	-	-8,8	-7,8
II	-0,1	-0,8	0,2	0,4	-1,3	-	-	-1,1	-2,8
<i>tasas de variación interanual</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	3,0	2,8	2,1	2,0	5,5	-	-	8,4	8,2
2007	2,7	2,4	1,6	2,1	4,9	-	-	5,9	5,3
2008	0,7	0,7	0,4	2,2	-0,4	-	-	1,2	1,2
2008 II	1,5	0,9	0,5	2,3	1,1	-	-	4,0	2,6
III	0,5	0,3	0,0	2,3	-1,0	-	-	1,4	1,1
IV	-1,7	-0,4	-0,7	2,5	-5,5	-	-	-6,7	-3,8
2009 I	-4,9	-3,2	-1,4	2,6	-11,0	-	-	-16,6	-12,9
II	-4,7	-3,3	-0,8	2,2	-10,9	-	-	-17,1	-14,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2008 II	-0,3	-0,6	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-
III	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,4	-0,5	-	-
IV	-1,8	-0,7	-0,3	0,1	-0,7	0,2	-1,1	-	-
2009 I	-2,5	-2,0	-0,3	0,1	-1,1	-0,8	-0,4	-	-
II	-0,1	-0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,7	0,7	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005	1,7	1,9	1,1	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	3,0	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,4	1,0	0,0	0,3	-	-
2008	0,7	0,7	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 II	1,5	0,9	0,3	0,5	0,2	-0,1	0,6	-	-
III	0,5	0,3	0,0	0,5	-0,2	0,1	0,1	-	-
IV	-1,7	-0,4	-0,4	0,5	-1,2	0,7	-1,3	-	-
2009 I	-4,9	-3,1	-0,8	0,5	-2,4	-0,4	-1,8	-	-
II	-4,7	-3,3	-0,5	0,4	-2,4	-0,9	-1,4	-	-

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 actividad ¹⁾

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2005	7.297,6	144,3	1.481,5	441,6	1.540,2	2.018,2	1.671,8	844,8
2006	7.646,5	142,4	1.564,0	478,2	1.595,9	2.134,3	1.731,7	913,8
2007	8.046,3	152,4	1.639,9	516,1	1.670,2	2.265,3	1.802,4	958,5
2008	8.315,4	149,2	1.663,4	538,9	1.725,1	2.359,7	1.879,1	955,3
2008 II	2.086,2	37,7	423,8	134,6	431,0	589,5	469,6	240,7
III	2.088,7	36,5	418,5	136,0	433,7	593,5	470,5	240,7
IV	2.065,9	36,0	396,9	133,4	429,4	592,7	477,5	232,7
2009 I	2.019,1	36,0	360,6	131,7	418,0	588,2	484,5	225,1
II	2.016,5	35,6	350,3	131,2	419,7	591,1	488,6	222,5
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,5	20,7	28,4	22,6	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados)²⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 II	-0,3	-0,1	-1,1	-2,1	-0,5	0,4	0,4	-1,0
III	-0,4	-0,2	-1,9	-1,3	-0,3	0,0	0,6	0,0
IV	-1,8	0,4	-6,1	-1,7	-1,7	-0,6	0,3	-2,1
2009 I	-2,4	-0,4	-8,2	-0,6	-2,7	-0,8	0,2	-3,2
II	-0,2	-0,1	-2,0	-0,5	0,1	0,1	0,6	0,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2005	1,7	-6,0	1,3	1,9	1,7	2,8	1,4	1,9
2006	3,0	-1,4	3,7	2,7	2,7	4,3	1,4	3,3
2007	3,0	0,5	2,4	2,9	3,5	4,1	1,8	0,8
2008	0,9	2,1	-0,9	-0,5	0,9	1,7	1,7	-0,7
2008 II	1,7	2,2	1,5	0,3	1,5	2,3	1,5	0,0
III	0,7	2,9	-1,3	-1,0	0,5	1,5	1,8	-1,0
IV	-1,6	2,2	-7,7	-3,4	-1,7	0,3	1,7	-2,3
2009 I	-4,7	-0,3	-16,3	-5,6	-5,1	-0,9	1,5	-6,2
II	-4,6	-0,3	-17,1	-4,1	-4,6	-1,2	1,7	-4,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2008 II	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
III	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
IV	-1,8	0,0	-1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,4	0,0	-1,6	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-
II	-0,2	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005	1,7	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,8	0,3	-
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,2	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,2	0,7	1,1	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2008 II	1,7	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
III	0,7	0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,4	0,4	-
IV	-1,6	0,0	-1,6	-0,2	-0,4	0,1	0,4	-
2009 I	-4,7	0,0	-3,4	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-
II	-4,6	0,0	-3,5	-0,3	-0,9	-0,3	0,4	-

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial ¹⁾

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ²⁾	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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	4,0	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,1
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,7	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,1
2008	-2,4	106,2	-1,7	-1,9	-2,0	-3,4	-0,2	-2,0	-5,6	-1,4	0,3	-4,7
2008 III	-2,2	105,6	-1,5	-1,5	-1,7	-2,2	-0,6	-2,2	-7,2	-1,5	-0,2	-5,0
IV	-9,0	99,0	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,7	-11,9	-3,6	-4,3	-8,4
2009 I	-16,9	91,6	-18,4	-20,1	-20,5	-25,2	-23,6	-7,5	-20,6	-5,4	-4,6	-10,2
II	-16,6	88,9	-18,6	-19,4	-20,0	-24,0	-24,1	-6,1	-21,4	-3,5	-9,5	-7,5
2009 Ene	-15,2	93,5	-16,5	-18,8	-19,2	-23,9	-22,5	-6,3	-18,4	-4,3	0,0	-10,2
Feb	-17,9	91,2	-19,2	-21,1	-21,6	-25,7	-25,3	-8,6	-22,3	-6,4	-3,6	-12,4
Mar	-17,4	90,1	-19,2	-20,3	-20,8	-25,9	-23,1	-7,5	-20,9	-5,3	-10,2	-8,2
Abr	-18,5	88,7	-21,2	-21,9	-22,6	-26,9	-27,2	-7,6	-21,2	-5,2	-12,6	-5,5
May	-15,9	89,3	-17,6	-18,6	-18,9	-23,1	-23,0	-5,4	-19,7	-2,9	-7,5	-8,3
Jun	-15,5	88,9	-16,9	-17,8	-18,4	-22,1	-22,2	-5,5	-23,2	-2,6	-8,1	-8,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Ene	-1,6	-	-2,7	-3,5	-3,6	-2,1	-7,4	-0,4	-2,4	-0,1	0,4	1,6
Feb	-2,3	-	-2,5	-2,4	-2,4	-2,1	-3,2	-1,7	-3,6	-1,5	-2,1	-1,6
Mar	-0,9	-	-1,2	-1,0	-0,9	-1,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-3,8	0,6
Abr	-1,2	-	-1,5	-1,0	-1,5	-1,5	-2,9	-0,1	-0,6	0,0	-1,4	0,0
May	0,1	-	0,6	0,2	0,7	0,5	0,9	0,3	-1,7	0,6	1,9	-1,9
Jun	-0,6	-	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3	-3,0	0,0	-0,2	-0,8

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles ¹⁾

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.) miles ⁴⁾	
	Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios		Equipo del hogar	Total (d.) miles ⁴⁾	Total
									Calzado, vestido y confección				
% del total ²⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	110,8	10,4	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3
2007	120,2	8,7	115,0	6,5	2,8	104,1	1,6	0,1	2,7	3,5	2,4	970	-0,9
2008	113,5	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,8	-1,7	-0,3	-1,7	-2,0	893	-8,0
2008 III	114,6	-1,3	118,5	4,3	2,1	103,1	-1,1	-1,8	-0,6	-1,0	-3,0	892	-8,8
IV	95,0	-22,4	107,3	-7,5	-0,3	102,4	-1,8	-2,2	-1,5	-3,1	-2,8	826	-18,5
2009 I	84,6	-31,7	95,0	-21,6	-2,6	101,8	-2,5	-3,6	-1,8	-0,4	-6,1	832	-12,6
II	84,3	-30,3	93,7	-23,2	-2,6	101,6	-1,7	-1,4	-1,9	-2,0	-5,3	934	4,0
2009 Ene	85,1	-34,4	96,1	-24,0	-1,3	102,1	-1,8	-2,5	-1,4	1,4	-5,5	781	-20,6
Feb	84,3	-34,3	94,9	-25,2	-3,9	101,6	-3,7	-4,4	-3,1	-4,7	-6,5	853	-12,7
Mar	84,3	-26,3	94,1	-15,8	-2,7	101,7	-2,2	-3,9	-0,9	1,3	-6,3	862	-5,8
Abr	83,9	-35,1	93,9	-25,9	-1,8	101,9	-1,2	-0,7	-1,8	0,0	-5,4	895	-3,7
May	83,4	-30,3	94,2	-23,3	-3,5	101,4	-2,4	-2,1	-2,6	-4,4	-5,9	943	5,7
Jun	85,7	-25,5	93,0	-20,6	-2,6	101,4	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-4,6	965	10,0
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2009 Feb	-	-0,9	-	-1,3	-0,6	-	-0,4	-0,3	-0,5	-2,6	-0,9	-	9,2
Mar	-	0,1	-	-0,8	0,0	-	0,1	-0,2	0,3	1,3	-0,5	-	1,1
Abr	-	-0,5	-	-0,3	0,1	-	0,2	1,1	-0,2	-0,7	0,1	-	3,9
May	-	-0,5	-	0,3	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,4	-0,6	-0,5	-	5,3
Jun	-	2,7	-	-1,3	0,0	-	0,0	-0,2	0,1	0,6	0,1	-	2,4

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 netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	72,5	-33	-11	-41	64	-14
II	70,2	-33	-62	18	-21	69,9	-28	-9	-34	59	-11
2009 Mar	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	69	-13
Abr	67,3	-35	-60	20	-25	70,3	-31	-10	-38	63	-11
May	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
Jun	73,2	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9
Jul	76,0	-30	-61	14	-13	69,5	-23	-6	-23	53	-10
Ago	80,6	-26	-56	13	-8	-	-22	-5	-21	53	-9

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
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 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	-33	-42	-24	-17	-24	9	-17	-20	-26	-22	-11
Jul	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-24	-19	-9
Ago	-32	-40	-23	-14	-20	10	-13	-11	-17	-10	-6

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,8	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	148,118	1,5	1,6	0,8	-1,3	0,3	0,3	2,4	4,0	0,8
II	148,207	1,1	1,4	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
III	147,960	0,6	0,9	-0,9	-1,8	-0,1	-2,9	0,9	2,2	1,1
IV	147,430	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,3	-5,3	0,3	0,9	1,4
2009 I	146,129	-1,3	-1,2	-2,2	-2,7	-3,0	-7,6	-1,4	-1,2	1,3
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2008 I	0,599	0,4	0,4	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,7	1,2	0,0
II	0,090	0,1	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	-1,2	0,1	0,2	0,6
III	-0,247	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-1,5	0,0	0,1	0,1
IV	-0,531	-0,4	-0,3	-0,7	0,3	-1,0	-2,2	-0,4	-0,6	0,6
2009 I	-1,301	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,4	-2,6	-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		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,714	9,0	10,674	7,9	3,041	17,5	6,913	8,1	6,801	10,0
2006	12,878	8,3	10,054	7,3	2,824	16,4	6,386	7,5	6,491	9,4
2007	11,660	7,5	9,114	6,6	2,546	14,9	5,730	6,7	5,930	8,5
2008	11,893	7,6	9,266	6,6	2,627	15,4	6,000	6,9	5,893	8,3
2008 II	11,601	7,4	9,044	6,4	2,558	15,0	5,785	6,7	5,816	8,2
III	11,956	7,6	9,307	6,6	2,649	15,6	6,072	7,0	5,884	8,3
IV	12,658	8,0	9,842	7,0	2,816	16,6	6,549	7,6	6,108	8,6
2009 I	13,862	8,8	10,771	7,6	3,091	18,3	7,324	8,5	6,538	9,2
II	14,745	9,3	11,487	8,1	3,258	19,4	7,873	9,1	6,872	9,6
2009 Feb	13,865	8,8	10,772	7,6	3,093	18,3	7,332	8,5	6,533	9,2
Mar	14,255	9,0	11,076	7,8	3,178	18,8	7,572	8,7	6,683	9,4
Abr	14,556	9,2	11,320	8,0	3,236	19,2	7,759	8,9	6,797	9,5
May	14,755	9,3	11,487	8,1	3,267	19,4	7,884	9,1	6,871	9,6
Jun	14,923	9,4	11,653	8,2	3,269	19,6	7,975	9,2	6,948	9,7
Jul	15,090	9,5	11,807	8,3	3,283	19,7	8,054	9,3	7,036	9,8

Fuente: Eurostat.

- 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.
- En el año 2008.
- Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	45,5	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	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	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	43,7
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⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	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	1,8	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	5,0	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 ¹⁾	DE ²⁾	IE ³⁾	GR ⁴⁾	ES ⁵⁾	FR ⁶⁾	IT ⁷⁾	CY ⁸⁾	LU ⁹⁾	MT ¹⁰⁾	NL ¹¹⁾	AT ¹²⁾	PT ¹³⁾	SI ¹⁴⁾	SK ¹⁵⁾	FI 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.

- 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.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Por instrumento financiero y sector tenedor

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
	Total					IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	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	69,1	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	18,5	10,8	8,3	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,2	11,2	7,1	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	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,0	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	4,5	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			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
2000	1,1	1,1	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	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	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	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	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	0,9	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,2	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	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 (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,0	-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	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,3	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	-0,1	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.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
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	44,4	11,9	12,8	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,5
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	13,2	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	38,0
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	13,0	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 I	41,9	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	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	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	14,0	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	1,8	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,1	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	41,9	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	40,7
III	43,1	42,8	11,8	12,5	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	48,8	48,4	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7
2009 I	42,3	42,1	10,6	12,5	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,8

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	24,9	21,3	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
II	47,1	43,6	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	5,6	3,1	26,6	23,0	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,3	43,0	10,3	4,7	3,2	24,8	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,7	3,3	24,8	21,5	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,8	3,1	24,8	21,4	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	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
II	46,1	42,7	10,2	4,8	3,2	24,5	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,9	3,0	24,6	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 I	45,2	42,1	10,0	4,6	2,9	24,5	21,0	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,8	0,1
II	45,4	42,2	10,2	4,8	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,8	2,9	24,4	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,3	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,6	2,9	23,7	20,3	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,5	41,4	9,9	4,7	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
III	45,0	41,2	9,5	4,8	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
IV	50,3	45,1	10,6	5,7	2,8	26,0	22,3	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 I	44,5	41,3	9,7	4,6	2,9	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
II	45,0	41,7	10,0	4,8	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
III	45,3	41,8	9,6	4,9	3,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	51,7	46,5	11,0	5,9	2,8	26,9	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0
2009 I	47,9	44,5	10,5	5,0	3,0	26,0	22,2	1,3	3,4	2,1	1,2	-5,6	-2,6

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 deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero ²⁾

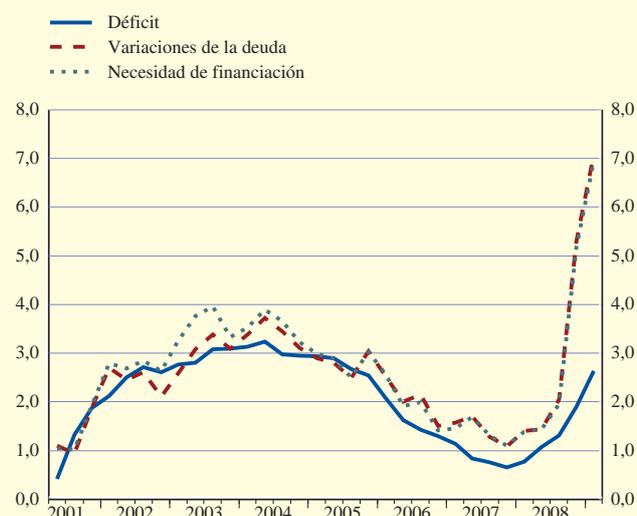
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2006 II	70,4	2,5	11,6	4,9	51,4
III	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007 I	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
II	68,6	2,2	11,1	5,1	50,2
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	66,0	2,2	10,8	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	49,0
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5
2009 I	73,1	2,3	10,9	7,9	52,0

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2006 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	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,9
IV	-2,9	-0,9	-3,9	-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	-0,6
IV	-3,5	-0,5	-4,0	-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	2,0	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,2
II	3,7	-0,1	3,6	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,6
III	2,0	-2,2	-0,2	-1,0	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,3	1,5
IV	9,3	-2,8	6,5	6,7	0,7	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,2	9,3

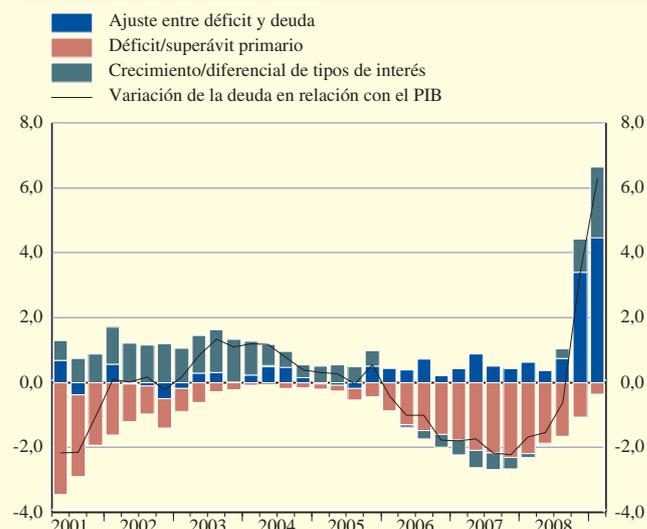
C29 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(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)



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

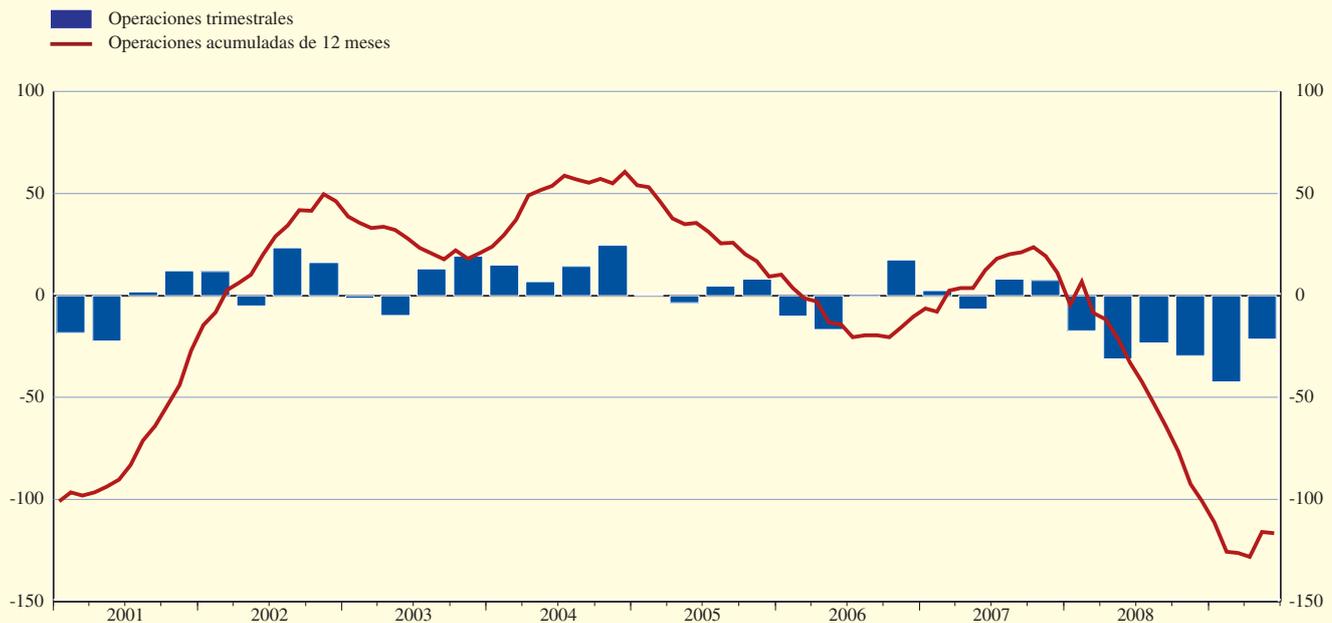
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(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	-101,0	-6,0	42,8	-41,3	-96,4	12,0	-89,0	303,3	-242,3	441,5	-56,7	164,6	-3,9	-214,3
2008 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	-29,5	-0,6	6,2	-9,8	-25,3	1,0	-28,5	126,3	-77,7	204,2	-16,7	17,0	-0,4	-97,9
2009 I	-42,4	-10,3	0,8	-2,6	-30,2	1,5	-40,8	147,9	-38,5	179,4	14,3	-13,0	5,7	-107,0
II	-21,5	10,8	8,8	-23,6	-17,5	2,5	-19,0	16,7	-8,2	94,3	27,3	-94,2	-2,5	2,3
2008 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	-8,1	3,9	1,5	-2,7	-10,9	-0,1	-8,2	75,0	-12,0	142,6	-3,2	-44,5	-7,9	-66,7
Nov	-16,0	-4,0	1,4	-4,2	-9,2	1,3	-14,6	15,1	-51,9	53,7	-9,5	23,2	-0,4	-0,5
Dic	-5,3	-0,5	3,3	-2,9	-5,2	-0,3	-5,6	36,3	-13,9	7,9	-4,0	38,3	7,9	-30,7
2009 Ene	-28,4	-13,9	0,2	-3,5	-11,2	0,2	-28,3	45,4	-9,4	2,3	7,2	39,9	5,3	-17,2
Feb	-7,0	0,3	0,5	-1,7	-6,2	0,5	-6,5	34,5	-8,5	81,4	2,9	-42,5	1,2	-28,0
Mar	-7,0	3,3	0,0	2,6	-12,9	0,9	-6,1	68,0	-20,6	95,7	4,2	-10,4	-0,8	-61,9
Abr	-9,4	3,9	2,3	-7,2	-8,4	2,0	-7,4	-2,5	-4,5	-9,0	7,7	3,1	0,1	9,9
May	-11,9	2,2	3,6	-11,4	-6,2	0,2	-11,6	26,6	4,8	58,0	10,4	-44,4	-2,3	-15,0
Jun	-0,3	4,7	2,8	-5,0	-2,9	0,3	0,0	-7,4	-8,5	45,2	9,2	-53,0	-0,3	7,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2009 Jun	-116,5	-9,1	29,2	-39,0	-97,6	6,9	-109,6	352,6	-160,4	599,4	16,6	-107,5	4,5	-243,0

C31 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

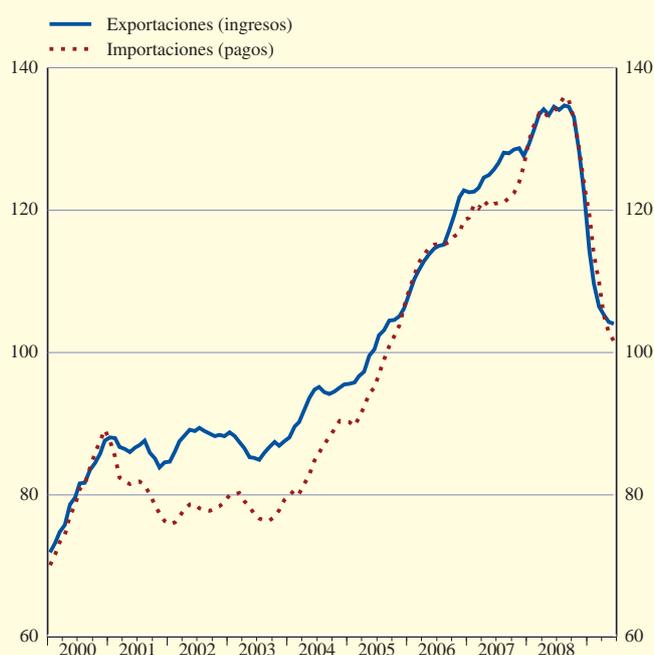
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.		Remesas trabajad.		
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	2.761,1	2.862,0	-101,0	1.579,5	1.585,5	506,5	463,8	586,0	627,3	89,0	6,7	185,5	21,3	25,7	13,7
2008 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	674,8	704,2	-29,5	378,4	379,0	127,3	121,0	141,7	151,5	27,4	1,8	52,7	5,5	4,7	3,8
2009 I	560,0	602,4	-42,4	308,3	318,6	108,9	108,1	117,7	120,3	25,1	1,4	55,4	4,9	4,2	2,6
II	562,9	584,4	-21,5	311,0	300,2	113,0	104,3	121,3	144,9	17,5	-	35,0	-	4,8	2,3
2009 Abr	185,8	195,2	-9,4	104,1	100,2	36,7	34,3	39,6	46,8	5,4	.	13,8	.	2,7	0,7
May	184,3	196,2	-11,9	99,2	97,1	37,3	33,7	42,0	53,4	5,8	.	12,0	.	0,9	0,7
Jun	192,8	193,1	-0,3	107,7	102,9	39,1	36,3	39,7	44,7	6,3	.	9,2	.	1,1	0,9
	Datos desestacionalizados														
2008 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	653,8	697,1	-43,2	366,6	370,4	125,8	117,3	139,0	160,3	22,5	.	49,0	.	.	.
2009 I	581,4	625,7	-44,3	319,3	329,7	120,0	115,3	121,6	133,0	20,5	.	47,7	.	.	.
II	562,9	574,4	-11,5	312,2	304,6	114,1	107,7	117,6	121,4	19,0	.	40,7	.	.	.
2009 Ene	197,1	218,8	-21,7	107,3	115,4	41,5	39,2	42,3	47,9	6,0	.	16,2	.	.	.
Feb	194,2	206,9	-12,7	106,9	108,0	39,4	37,8	40,0	45,9	7,9	.	15,1	.	.	.
Mar	190,1	200,1	-10,0	105,2	106,3	39,2	38,3	39,3	39,1	6,6	.	16,4	.	.	.
Abr	187,6	193,7	-6,1	104,1	101,7	38,7	35,7	38,6	41,5	6,2	.	14,8	.	.	.
May	190,1	190,2	-0,1	103,5	100,6	38,6	35,6	41,7	39,7	6,4	.	14,3	.	.	.
Jun	185,2	190,5	-5,3	104,6	102,4	36,9	36,4	37,3	40,1	6,4	.	11,6	.	.	.

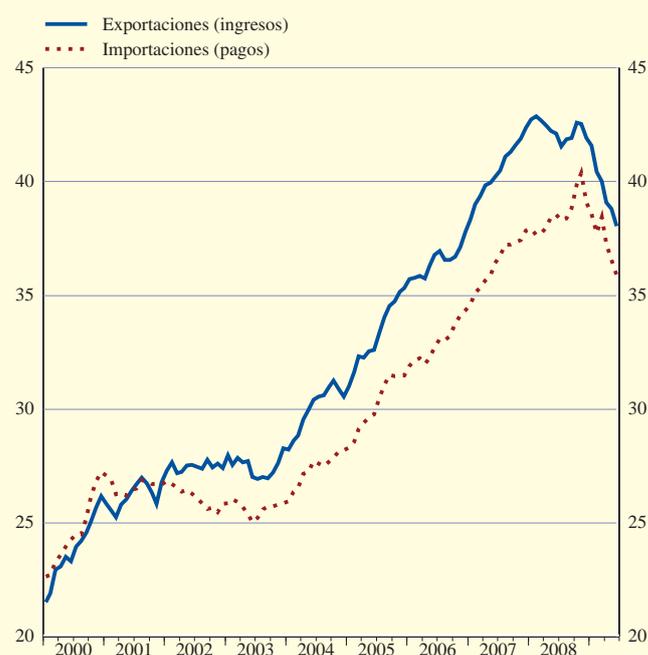
C32 Bienes

(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	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Beneficios reinvertidos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			Pagos
			1	2											3	4
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	566,9	616,8	189,4	61,9	134,5	47,4	29,8	25,5	42,7	124,4	123,7	128,1	181,3	204,3
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	136,8	148,8	41,5	8,3	36,3	11,4	8,4	6,3	8,4	21,0	31,0	34,1	47,5	51,0
2009 I	4,6	2,1	113,1	118,3	38,9	12,9	28,5	17,1	5,2	5,4	7,3	13,5	25,8	33,1	35,8	37,7

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

II 2008 a I 2009	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.640,6	949,6	57,8	80,4	487,6	267,2	56,5	39,1	34,2	83,1	29,8	54,9	96,1	183,3	383,7	786,8
Bienes	1.497,5	509,5	34,7	50,4	217,4	206,9	0,0	21,8	18,0	64,0	22,4	32,3	73,0	90,9	183,2	482,5
Servicios	498,5	166,8	12,5	13,1	107,1	28,6	5,6	7,5	6,7	14,7	5,6	11,1	13,5	49,3	77,7	145,5
Renta																
Rentas de la inversión	537,8	204,1	9,7	15,2	148,5	27,8	2,9	9,5	8,7	4,0	1,7	11,2	9,1	29,3	114,1	146,0
Tranferencias corrientes	88,1	62,7	0,8	1,6	12,9	3,2	44,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,9	9,5
Cuenta de capital	21,0	17,7	0,1	0,0	1,2	0,2	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	1,4	1,1
		Pagos														
Cuenta corriente	2.766,8	870,3	46,6	80,3	419,8	221,2	102,4	-	31,2	-	-	96,7	-	178,2	388,9	-
Bienes	1.511,3	412,0	29,7	47,1	164,1	171,1	0,0	26,6	14,0	177,7	20,7	52,7	101,1	79,1	141,9	485,4
Servicios	465,0	140,6	8,3	11,3	87,7	33,1	0,2	5,6	6,8	11,3	4,6	8,3	9,0	39,6	97,0	142,4
Renta	603,9	204,7	7,6	20,7	155,7	12,1	8,6	-	8,6	-	-	35,2	-	53,5	142,0	-
Rentas de la inversión	593,4	198,6	7,5	20,6	154,2	7,7	8,6	-	8,6	-	-	35,1	-	53,0	141,0	-
Tranferencias corrientes	186,5	112,9	1,0	1,2	12,4	4,8	93,6	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,0	52,0
Cuenta de capital	13,4	2,5	0,0	0,1	1,2	0,2	1,0	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
		Neto														
Cuenta corriente	-126,1	79,3	11,3	0,1	67,7	46,1	-45,9	-	3,0	-	-	-41,8	-	5,1	-5,1	-
Bienes	-13,8	97,4	5,0	3,3	53,4	35,8	0,0	-4,8	3,9	-113,7	1,7	-20,4	-28,1	11,8	41,3	-2,9
Servicios	33,5	26,2	4,2	1,8	19,4	-4,5	5,3	1,9	0,0	3,4	1,0	2,8	4,5	9,8	-19,3	3,1
Renta	-47,4	5,9	2,3	-5,3	-5,6	16,4	-1,9	-	0,2	-	-	-24,0	-	-17,2	-26,1	-
Rentas de la inversión	-55,7	5,5	2,2	-5,4	-5,7	20,1	-5,7	-	0,2	-	-	-23,9	-	-23,7	-26,9	-
Tranferencias corrientes	-98,4	-50,2	-0,2	0,4	0,6	-1,6	-49,4	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,7	-1,1	-42,5
Cuenta de capital	7,5	15,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	15,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-6,2

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones 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	132,4	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	155,5	-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	152,8	165,7	-12,9	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 IV	13.069,7	14.873,5	-1.803,9	140,9	160,3	-19,4	3.742,5	3.223,1	3.723,6	5.985,8	1,2	5.228,2	5.664,6	374,2
2009 I	12.776,8	14.762,3	-1.985,5	138,8	160,4	-21,6	3.771,7	3.229,1	3.609,5	6.029,9	-44,8	5.044,7	5.503,3	395,7
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 IV	-859,4	-311,8	-547,6	-36,3	-13,2	-23,1	-34,9	24,4	-557,5	-43,2	-22,0	-248,3	-292,9	3,3
2009 I	-292,8	-111,2	-181,6	-13,4	-5,1	-8,3	29,2	6,0	-114,0	44,0	-46,0	-183,6	-161,3	21,6
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	698,5	-303,3	4,3	7,5	-3,3	348,1	105,8	-20,2	421,4	56,7	6,7	171,4	3,9
2008 IV	-373,1	-246,8	-126,3	-15,8	-10,4	-5,3	47,6	-30,1	-160,7	43,4	16,7	-277,1	-260,1	0,4
2009 I	-246,1	-98,2	-147,9	-11,2	-4,5	-6,7	79,3	40,8	-72,2	107,2	-14,3	-233,2	-246,2	-5,7
II	-80,5	-63,8	-16,7	-3,6	-2,9	-0,7	89,1	80,8	10,5	104,8	-27,3	-155,2	-249,4	2,5
2009 Feb	-132,4	-97,9	-34,5	.	.	.	21,0	12,5	-40,9	40,5	-2,9	-108,4	-150,9	-1,2
Mar	-122,5	-54,6	-68,0	.	.	.	33,4	12,8	-63,1	32,6	-4,2	-89,6	-100,0	0,8
Abr	78,7	76,2	2,5	.	.	.	59,2	54,7	-0,6	-9,6	-7,7	28,0	31,1	-0,1
May	-138,5	-111,9	-26,6	.	.	.	14,3	19,0	8,9	66,9	-10,4	-153,5	-197,9	2,3
Jun	-20,7	-28,1	7,4	.	.	.	15,6	7,1	2,2	47,5	-9,2	-29,6	-82,6	0,3
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	-3,6	-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 IV	2,8	4,7	-	.	.	.	10,0	3,4	-0,7	7,0	.	0,1	3,2	1,1
2009 I	-3,0	0,1	-	.	.	.	7,2	1,7	-4,0	6,3	.	-9,5	-7,1	-1,9
II	-4,2	-1,4	-	.	.	.	8,4	4,5	-6,6	5,4	.	-10,4	-11,4	-1,3

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

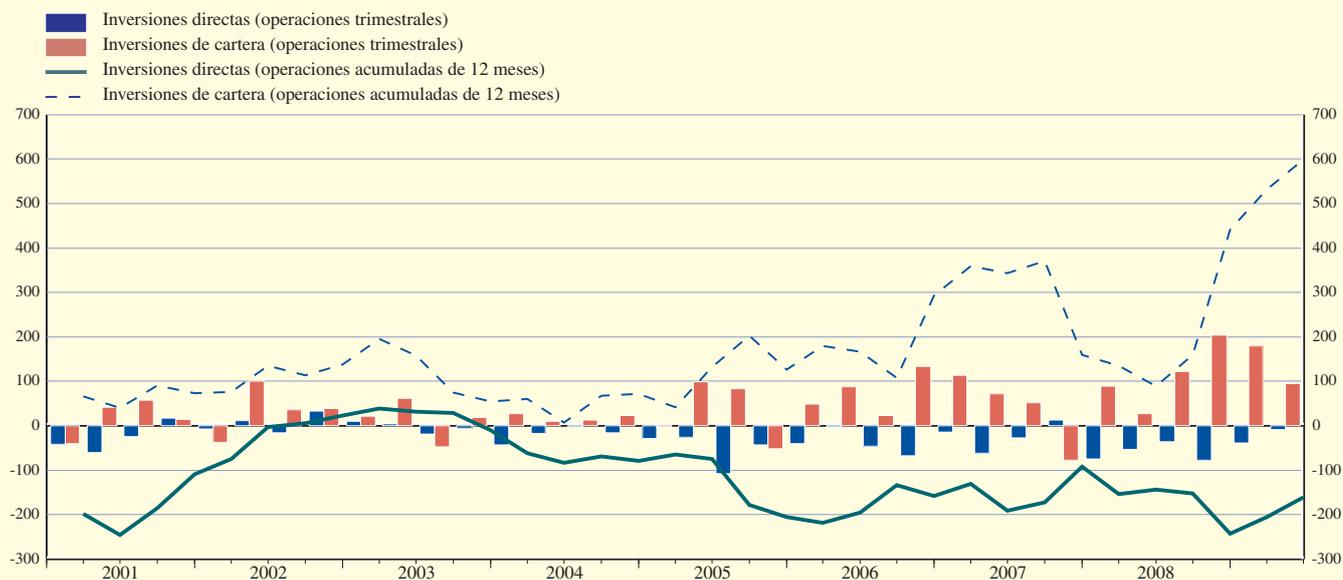
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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 IV	3.742,5	2.951,6	248,7	2.703,0	790,9	6,1	784,7	3.223,1	2.394,4	75,8	2.318,6	828,7	17,1	811,6
2009 I	3.771,7	2.953,9	254,8	2.699,0	817,8	12,0	805,8	3.229,1	2.403,7	77,7	2.325,9	825,5	17,3	808,2
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	348,1	227,5	14,0	213,5	120,6	-0,2	120,8	105,8	76,9	-1,3	78,2	28,9	1,5	27,4
2008 IV	47,6	27,9	5,8	22,1	19,7	-0,3	20,0	-30,1	8,6	0,0	8,6	-38,7	-0,2	-38,6
2009 I	79,3	36,2	9,1	27,1	43,1	0,9	42,2	40,8	34,7	1,0	33,7	6,1	0,1	5,9
II	89,1	65,8	10,3	55,5	23,3	0,6	22,7	80,8	62,8	0,3	62,5	18,1	1,1	16,9
2009 Feb	21,0	8,7	0,9	7,8	12,3	0,7	11,6	12,5	8,8	0,5	8,3	3,6	0,1	3,6
Mar	33,4	13,1	4,0	9,0	20,4	-1,2	21,6	12,8	13,9	-1,7	15,7	-1,1	-0,2	-1,0
Abr	59,2	49,7	6,7	43,0	9,5	1,5	7,9	54,7	47,8	0,3	47,5	6,9	0,1	6,8
May	14,3	7,7	0,7	6,9	6,6	0,1	6,5	19,0	5,0	-0,1	5,1	14,1	0,1	14,0
Jun	15,6	8,4	2,8	5,5	7,2	-1,1	8,3	7,1	10,0	0,1	9,9	-3,0	0,9	-3,9
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 IV	10,0	8,1	5,7	8,3	17,8	-4,5	18,0	3,4	3,3	-1,9	3,5	3,9	8,4	3,8
2009 I	7,2	5,1	6,0	5,0	15,8	-19,9	16,2	1,7	2,9	-0,7	3,0	-1,8	8,3	-2,0
II	8,4	6,8	7,0	6,8	14,6	7,8	14,6	4,5	5,9	2,9	5,9	0,8	9,0	0,6

C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
							Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
		Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM			Total	IFM	No IFM		
				Euro-sistema	AAPP				Euro-sistema	AAPP				Euro-sistema	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
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 IV	3.723,6	1.144,8	70,6	3,0	1.074,1	28,0	2.134,3	955,1	19,9	1.179,2	17,0	444,5	376,9	61,6	67,6	1,2
2009 I	3.609,5	1.053,7	62,2	2,9	991,4	27,9	2.089,4	913,5	17,1	1.175,9	16,1	466,5	389,1	58,9	77,4	1,7
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	-20,2	-113,2	-55,4	0,6	-57,8	-0,5	88,6	48,2	10,3	40,4	2,4	4,4	21,8	21,2	-17,4	0,3
2008 IV	-160,7	-49,9	-4,0	0,4	-45,8	-1,3	-62,1	-16,7	-1,1	-45,4	-0,5	-48,8	-22,1	-5,1	-26,7	0,2
2009 I	-72,2	-34,4	-7,9	0,0	-26,6	0,2	-57,4	-40,5	-2,4	-16,9	-1,2	19,7	13,4	-0,5	6,3	0,4
II	10,5	5,4	1,2	0,0	4,2	-	7,9	-14,8	3,5	22,7	-	-2,8	-0,4	-6,6	-2,4	-
2009 Feb	-40,9	-28,9	-5,4	0,0	-23,5	-	-16,2	-5,3	0,1	-10,9	-	4,2	2,6	0,0	1,6	-
Mar	-63,1	-18,4	-5,3	0,0	-13,2	-	-38,9	-32,8	-1,4	-6,1	-	-5,7	-6,6	-0,1	0,9	-
Abr	-0,6	-2,5	0,1	-0,1	-2,6	-	6,9	-6,6	0,6	13,5	-	-5,1	0,3	1,3	-5,4	-
May	8,9	3,0	1,2	0,0	1,8	-	-0,1	-9,9	-0,2	9,8	-	6,0	2,2	-1,9	3,9	-
Jun	2,2	4,8	-0,1	0,0	4,9	-	1,1	1,7	3,1	-0,6	-	-3,8	-2,9	-6,1	-0,9	-
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 IV	-0,7	-6,6	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,0	5,1	48,9	3,2	14,6	0,7	6,1	82,5	-22,2	52,8
2009 I	-4,0	-7,3	-23,2	19,1	-6,1	0,8	-0,4	-2,3	7,9	1,1	4,3	-10,1	-5,9	51,3	-27,8	74,6
II	-6,6	-8,6	-17,6	15,0	-8,0	-	-4,1	-7,5	0,2	-1,5	-	-12,2	-10,2	-21,6	-21,9	-

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
						Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario			
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
				AAPP	AAPP			AAPP	AAPP				
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 IV	5.985,8	2.135,2	574,2	1.561,0	3.255,2	1.148,8	2.106,4	1.374,1	595,4	172,4	423,0	355,9	
2009 I	6.029,9	2.065,0	593,5	1.471,5	3.337,3	1.139,0	2.198,3	1.437,6	627,6	169,8	457,9	405,3	
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	421,4	-73,5	94,8	-168,6	274,7	42,3	232,6	205,5	220,2	-6,3	226,4	199,2	
2008 IV	43,4	-42,4	19,2	-61,9	-20,0	-44,8	24,7	40,8	105,8	-10,5	116,3	109,1	
2009 I	107,2	-10,9	4,3	-15,3	82,1	-13,7	95,8	65,4	36,0	1,2	34,8	51,1	
II	104,8	-5,1	-11,9	6,7	96,3	33,0	63,3	-	13,6	-12,2	25,8	-	
2009 Feb	40,5	-3,2	-	-	39,6	-	-	-	4,1	-	-	-	
Mar	32,6	24,3	-	-	15,2	-	-	-	-6,9	-	-	-	
Abr	-9,6	-21,9	-	-	-15,4	-	-	-	27,7	-	-	-	
May	66,9	11,5	-	-	55,9	-	-	-	-0,5	-	-	-	
Jun	47,5	5,3	-	-	55,8	-	-	-	-13,6	-	-	-	
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 IV	7,0	-3,2	13,0	-8,7	9,6	3,8	13,1	18,9	65,6	-3,5	135,5	144,6	
2009 I	6,3	-5,6	3,8	-9,1	9,6	0,9	14,6	17,6	65,3	-5,9	133,9	135,0	
II	5,4	-5,2	-0,7	-7,1	7,0	-1,4	11,9	-	58,7	-14,2	122,6	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
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 IV	5.228,2	28,8	27,7	1,0	3.273,9	3.214,9	59,0	101,2	12,0	41,2	7,2	1.824,3	189,2	1.409,7	443,7
2009 I	5.044,7	21,7	21,4	0,3	3.093,8	3.037,2	56,6	106,7	12,0	45,4	14,5	1.822,5	176,9	1.416,2	446,2
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	6,7	-9,0	-9,0	0,0	-44,7	-60,0	15,3	-6,6	-1,1	-6,7	-5,9	67,0	9,3	-1,2	-44,8
2008 IV	-277,1	-6,9	-7,0	0,0	-240,9	-250,8	10,0	0,0	-0,3	1,0	-1,9	-29,3	-9,5	-19,0	-3,7
2009 I	-233,2	-8,2	-8,2	0,0	-222,1	-220,3	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	-9,4	-8,6	-1,1	-1,7
II	-155,2	7,0	-	-	-81,8	-	-	-4,3	-	-	-5,3	-76,1	-	-	-23,5
2009 Feb	-108,4	-3,6	-	-	-92,5	-	-	-7,8	-	-	-4,5	-4,4	-	-	-9,8
Mar	-89,6	-2,2	-	-	-90,0	-	-	0,8	-	-	0,8	1,9	-	-	4,0
Abr	28,0	1,6	-	-	39,6	-	-	-9,9	-	-	-10,2	-3,4	-	-	-7,3
May	-153,5	0,0	-	-	-64,6	-	-	3,8	-	-	3,7	-92,8	-	-	-21,2
Jun	-29,6	5,3	-	-	-56,8	-	-	1,8	-	-	1,2	20,1	-	-	4,9
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 IV	0,1	-26,4	-27,1	5,0	-1,3	-1,8	21,7	-6,2	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	4,8	-0,1	-10,6
2009 I	-9,5	-57,3	-58,7	6,0	-13,6	-14,1	11,2	4,6	-6,4	9,0	35,9	-0,9	-2,9	-3,1	-14,2
II	-10,4	-28,7	-	-	-13,3	-	-	-5,5	-	-	-42,6	-4,7	-	-	-6,9

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
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 IV	5.664,6	481,5	481,2	0,3	3.762,9	3.704,2	58,6	61,7	0,0	57,7	3,9	1.358,6	166,4	1.076,7	115,5
2009 I	5.503,3	404,0	400,9	3,2	3.708,6	3.650,0	58,6	58,6	0,0	55,2	3,4	1.332,1	161,0	1.057,1	114,0
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	171,4	280,0	280,0	0,1	-181,4	-192,3	10,9	9,5	0,0	10,9	-1,4	63,2	6,3	57,5	-0,5
2008 IV	-260,1	110,6	110,7	-0,1	-411,7	-418,0	6,3	9,0	0,0	8,6	0,4	32,0	-3,9	29,0	6,8
2009 I	-246,2	-81,5	-84,4	2,9	-112,1	-110,8	-1,3	-2,1	0,0	-0,9	-1,2	-50,5	-8,8	-37,1	-4,7
II	-249,4	-89,3	-	-	-81,4	-	-	-3,0	-	-	-	-75,7	-	-	-
2009 Feb	-150,9	-28,1	-	-	-105,7	-	-	-5,2	-	-	-	-11,9	-	-	-
Mar	-100,0	5,6	-	-	-114,2	-	-	1,1	-	-	-	7,5	-	-	-
Abr	31,1	-28,9	-	-	37,8	-	-	-0,6	-	-	-	22,8	-	-	-
May	-197,9	-20,2	-	-	-66,7	-	-	0,1	-	-	-	-111,2	-	-	-
Jun	-82,6	-40,2	-	-	-52,5	-	-	-2,6	-	-	-	12,7	-	-	-
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 IV	3,2	140,9	141,1	20,8	-4,6	-4,9	16,1	18,3	-4,8	23,5	-28,3	4,9	4,0	5,6	-0,8
2009 I	-7,1	82,4	81,3	709,6	-13,6	-14,0	9,2	15,5	0,9	17,9	-19,4	-2,3	-3,5	-1,6	-7,5
II	-11,4	19,0	-	-	-15,0	-	-	12,2	-	-	-	-7,0	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores							Derivados financieros
	En las autoridades monetarias y el BPI			En bancos	Total		Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,3	-38,5
2008 III	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	187,3	-185,3
IV	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,2	21,1	0,1	0,1	155,4	-141,4
2009 May	392,2	240,6	347,784	4,6	10,8	136,0	7,9	5,9	121,9	-	-	-	0,4	0,1	103,1	-90,7
Jun	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	-	-	-	0,2	0,1	77,6	-65,6
Jul	386,5	230,8	347,531	4,2	11,5	139,2	9,2	9,7	120,1	-	-	-	0,2	0,8	67,6	-59,5
	Operaciones															
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 IV	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
2009 I	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
II	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasas de crecimiento															
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 IV	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-
2009 I	-1,9	-1,1	-	4,6	131,3	-6,3	139,6	-90,4	6,7	2,6	3,8	24,9	1.001,7	-	-	-
II	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

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
Bonos 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
Instrum. 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
II 2008 a I 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	205,6	86,5	-0,4	7,1	54,4	25,4	0,0	-7,4	3,1	-1,2	-34,7	91,9	18,2	0,0	49,4
En el exterior	260,6	82,1	1,7	19,3	40,2	20,9	0,0	2,3	3,3	3,8	-20,2	98,1	35,5	0,0	55,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	146,2	33,7	0,9	7,9	11,7	13,1	0,0	4,4	4,1	3,5	-18,5	63,7	18,0	0,0	37,3
Otro capital	114,4	48,4	0,8	11,4	28,4	7,8	0,0	-2,1	-0,7	0,3	-1,7	34,3	17,5	0,0	18,5
En la zona del euro	55,0	-4,5	2,1	12,2	-14,3	-4,5	0,0	9,7	0,3	5,0	14,6	6,2	17,3	0,0	6,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	69,1	-8,6	0,1	6,8	-17,5	2,0	0,0	7,8	0,2	2,8	7,7	23,2	22,8	0,0	13,1
Otro capital	-14,1	4,1	2,0	5,4	3,2	-6,5	0,0	1,9	0,0	2,2	6,9	-17,0	-5,5	0,0	-6,8
Inversiones de cartera: Activos	-159,3	30,2	7,2	-3,1	24,4	-2,8	4,6	13,0	-1,3	-16,0	-0,4	-86,9	-77,4	2,7	-23,4
Acc. y participaciones	-103,2	-16,6	0,9	-4,1	-12,8	-0,5	0,1	9,0	-1,1	-13,8	2,3	-37,4	-28,6	0,0	-17,0
Valores distintos de acciones	-56,1	46,8	6,3	1,0	37,2	-2,3	4,5	4,0	-0,2	-2,2	-2,6	-49,5	-48,8	2,7	-6,4
Bonos y obligaciones	-5,8	61,8	3,4	4,2	54,5	-3,5	3,3	3,6	-0,1	-13,1	0,4	-20,2	-53,1	3,1	11,8
Instrum. mercado monetario	-50,2	-15,0	3,0	-3,2	-17,3	1,2	1,3	0,5	-0,1	10,9	-3,1	-29,3	4,3	-0,3	-18,2
Otras inversiones	-101,6	-240,2	-12,6	-5,8	-265,0	59,3	-16,1	-5,1	-9,3	44,5	19,7	-123,2	118,6	12,2	81,0
Activos	-521,8	-325,7	-23,6	-13,6	-341,1	52,7	-0,1	1,4	-9,3	-17,5	-51,7	-134,5	8,1	-9,4	16,8
AAPP	4,7	4,5	-1,3	-0,2	6,1	-0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,2	-1,2
IFM	-510,4	-294,6	-18,5	-11,4	-313,6	49,2	-0,4	0,2	-10,6	-8,0	-48,9	-94,9	-16,0	-10,5	-27,0
Otros sectores	-16,1	-35,6	-3,8	-2,0	-33,6	3,9	-0,2	1,2	1,3	-9,5	-2,8	-39,7	24,1	0,0	45,0
Pasivos	-420,1	-85,5	-11,0	-7,7	-76,1	-6,6	16,0	6,5	-0,1	-62,0	-71,4	-11,4	-110,5	-21,6	-64,1
AAPP	7,9	2,8	0,0	-0,1	1,5	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	5,0	0,1
IFM	-397,1	-88,4	-11,1	-6,8	-73,8	-4,4	7,6	5,2	0,1	-59,7	-69,2	45,9	-121,4	-26,4	-83,2
Otros sectores	-30,9	0,1	0,1	-0,9	-3,8	-2,3	7,0	1,3	-0,2	-2,2	-2,2	-57,3	10,8	-0,2	19,0

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾						
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	-81,9	-334,8	103,6	35,2	-124,0	538,3	-61,2	73,3	-56,6	-213,8	-122,0	-136,0
2008 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
2008 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
2008 IV	-26,8	-42,3	-30,7	117,9	-39,4	143,5	28,8	41,3	-16,5	-95,6	80,2	75,0
2009 I	-40,8	-69,3	40,6	37,2	-7,8	123,5	2,9	-52,6	14,3	-107,0	-59,1	-82,1
2009 II	-19,0	-78,2	79,7	-24,4	-7,4	129,7	80,4	-78,7	27,3	2,3	111,7	131,1
2008 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
2008 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
2008 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
2008 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
2008 Oct	-7,6	-8,0	-2,0	75,6	-58,0	92,0	-17,3	41,2	-3,2	-67,4	45,2	42,5
2008 Nov	-14,2	-28,3	-21,0	12,9	3,0	60,7	3,0	19,2	-9,6	0,8	26,5	11,6
2008 Dic	-4,9	-6,0	-7,7	29,4	15,7	-9,3	43,1	-19,0	-3,7	-29,0	8,5	20,9
2009 Ene	-28,3	-19,2	15,3	-13,9	-50,4	54,9	-6,7	-44,1	7,2	-17,2	-102,3	-121,1
2009 Feb	-6,5	-19,4	12,4	32,8	-0,2	57,5	12,3	-17,1	2,9	-28,0	46,7	44,7
2009 Mar	-6,1	-30,7	13,0	18,4	42,7	11,1	-2,7	8,6	4,2	-61,9	-3,5	-5,7
2009 Abr	-7,4	-51,0	54,6	-5,5	-29,1	27,6	13,3	22,2	7,7	9,9	42,4	33,6
2009 May	-11,6	-13,5	19,0	-15,5	20,0	52,7	89,0	-111,1	10,4	-15,0	24,4	34,2
2009 Jun	0,0	-13,8	6,1	-3,4	1,7	49,4	-21,9	10,1	9,2	7,4	44,9	63,3
<i>Operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2009 Jun	-106,1	-286,9	141,8	153,5	-124,2	566,7	90,3	-87,1	16,6	-241,9	122,6	125,9

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, veáanse 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	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total	Total			Pro memoria:	
				Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	11,0	8,4	1.507,8	739,8	326,6	401,3	1.282,7	1.491,2	914,0	234,5	323,1	1.019,8	227,5
2008	3,9	7,4	1.563,4	770,4	334,2	409,7	1.308,2	1.593,1	1.011,5	228,8	327,7	1.022,0	288,2
2008 III	5,7	12,6	399,5	199,0	84,3	102,8	332,1	411,6	269,8	58,4	82,5	258,8	85,5
IV	-5,0	-2,3	366,5	176,5	80,9	95,2	305,6	372,8	229,3	55,9	80,4	241,5	55,2
2009 I	-21,3	-20,8	310,8	148,6	65,6	85,4	259,6	320,1	181,4	49,4	77,4	214,8	35,6
II	-24,0	-26,5	306,6	.	.	.	253,0	304,1	.	.	.	201,2	.
2009 Ene	-25,0	-22,7	103,4	48,6	21,2	28,7	85,6	108,4	62,3	16,1	26,0	72,8	11,8
Feb	-23,5	-21,6	103,1	49,5	22,4	28,2	85,7	105,5	59,9	16,5	25,6	70,4	11,2
Mar	-15,4	-18,2	104,3	50,5	22,1	28,5	88,2	106,2	59,2	16,8	25,8	71,6	12,6
Abr	-26,5	-27,1	103,4	50,6	21,3	28,0	86,5	103,1	57,2	16,2	25,2	68,4	13,0
May	-23,1	-27,0	101,6	48,7	21,1	27,6	84,5	100,5	55,4	15,5	24,8	67,2	13,6
Jun	-22,2	-25,6	101,5	.	.	.	82,0	100,5	.	.	.	65,6	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	8,6	6,8	144,4	141,3	153,1	144,5	142,1	129,1	123,2	143,3	141,4	134,8	107,7
2008	1,6	-0,4	146,5	142,0	156,2	146,1	143,6	127,9	121,3	141,1	140,8	133,5	106,4
2008 III	2,7	1,3	148,4	144,5	157,8	145,8	145,3	126,8	121,2	146,3	141,4	134,7	106,6
IV	-7,5	-5,5	136,3	128,7	149,2	135,8	131,8	121,5	114,7	133,4	134,4	122,3	106,7
2009 I	-21,3	-14,8	117,6	111,7	120,1	123,5	112,2	113,3	104,8	117,4	128,5	110,3	99,3
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Ene	-25,0	-16,8	117,8	109,3	116,5	126,3	111,3	115,5	108,4	115,6	129,4	112,2	102,0
Feb	-23,6	-15,8	116,4	111,1	122,8	121,0	110,6	112,0	103,8	118,1	127,5	108,5	94,4
Mar	-15,4	-11,7	118,8	114,8	121,1	123,1	114,7	112,3	102,4	118,6	128,7	110,2	101,4
Abr	-25,5	-20,4	119,0	115,8	118,7	123,0	114,0	111,0	100,0	115,9	129,8	107,6	99,6
May	-22,1	-19,2	117,0	112,2	117,6	119,5	111,2	108,0	96,9	111,1	126,5	105,8	98,2
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 IV	102,7	0,7	2,6	1,3	2,7	-16,0	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 I	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,1	-0,3	2,7	-28,0	-2,4
II	100,9	-2,8	-3,9	1,6	1,0	-36,8	-2,8	101,4	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,4	-4,2
2009 Feb	101,4	-1,2	-1,3	1,4	1,5	-31,3	-1,3	101,6	-8,4	-4,3	-0,1	2,8	-27,9	-2,3
Mar	100,9	-1,8	-2,0	1,5	1,3	-35,1	-1,8	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-29,9	-2,8
Abr	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,2	-36,1	-2,1	100,5	-10,8	-5,5	0,5	2,3	-33,7	-3,2
May	100,9	-2,9	-3,9	1,5	1,0	-37,8	-2,8	101,1	-13,1	-6,8	0,1	1,3	-37,1	-4,5
Jun	101,1	-3,3	-4,9	1,4	0,8	-36,5	-3,3	102,7	-13,2	-7,3	-0,2	0,6	-35,1	-5,0
Jul	101,1	-3,6	-5,9	1,1	0,4	.	-3,4	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	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	1.507,8	34,2	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	296,1	60,6	34,3	87,6	61,8	137,8
2008	1.563,4	35,1	54,2	221,7	231,5	78,5	86,3	42,8	187,1	308,2	65,7	33,7	100,7	68,3	149,0
2008 I	398,6	8,9	14,0	57,3	58,8	19,7	21,3	12,3	49,6	79,1	17,2	8,8	24,1	16,2	37,1
II	398,8	9,1	14,5	58,3	60,0	20,3	22,1	11,3	47,5	77,9	16,8	8,5	25,0	16,7	36,0
III	399,5	9,1	14,1	56,5	60,3	20,8	21,8	10,8	46,4	76,8	16,0	8,3	26,7	17,9	38,2
IV	366,5	8,0	11,6	49,6	52,3	17,7	21,1	8,4	43,6	74,4	15,7	8,1	24,8	17,5	37,7
2009 I	310,8	7,4	10,0	42,2	43,8	12,6	19,9	7,7	39,6	65,5	15,4	7,0	23,3	12,7	26,2
II	306,6	.	.	.	.	12,1	19,2	8,2	37,2	69,3	16,6	6,9	22,5	12,1	.
2009 Ene	103,4	2,6	3,3	14,1	14,8	4,2	6,7	2,5	12,9	20,7	4,7	2,4	7,7	4,2	9,8
Feb	103,1	2,3	3,3	13,9	14,2	4,3	6,7	2,5	12,9	22,2	5,1	2,4	7,9	4,3	8,5
Mar	104,3	2,4	3,4	14,2	14,8	4,1	6,5	2,7	13,8	22,6	5,6	2,2	7,7	4,2	7,9
Abr	103,4	2,3	3,2	14,2	14,4	4,2	6,4	2,7	12,6	23,1	5,6	2,3	7,6	4,1	8,6
May	101,6	2,2	3,1	13,7	14,0	3,8	6,3	2,8	12,4	23,0	5,6	2,2	7,4	4,1	8,7
Jun	101,5	.	.	.	.	4,1	6,4	2,7	12,2	23,2	5,4	2,4	7,5	3,9	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
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	6,4	4,4	9,6
Importaciones (c.i.f.)															
2007	1.491,2	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,4	131,7	455,6	172,6	59,1	113,4	75,2	93,4
2008	1.593,1	30,2	52,4	165,2	185,6	117,8	69,7	32,3	137,2	477,9	184,3	56,8	139,6	81,0	104,2
2008 I	402,8	7,3	13,7	43,7	46,3	29,5	16,8	8,5	34,6	121,0	44,7	14,7	34,6	20,2	26,4
II	406,0	7,8	13,7	42,5	47,5	30,6	17,5	8,5	33,7	119,8	45,4	14,6	37,0	20,0	27,3
III	411,6	8,0	13,4	42,2	48,0	33,4	17,9	8,2	35,2	123,6	47,7	14,0	37,4	21,1	23,2
IV	372,8	7,2	11,5	36,9	43,8	24,2	17,4	7,1	33,7	113,4	46,5	13,5	30,6	19,7	27,3
2009 I	320,1	6,9	9,3	31,4	39,0	17,4	16,7	6,6	33,1	98,6	42,2	11,4	23,8	14,9	22,5
II	304,1	.	.	.	.	17,8	16,1	6,3	28,2	91,6	39,8	10,2	22,9	14,2	.
2009 Ene	108,4	2,3	3,1	10,7	12,8	6,2	5,6	2,1	10,3	34,1	14,6	4,3	8,1	4,9	8,3
Feb	105,5	2,3	3,1	10,3	12,7	5,2	5,6	2,2	11,0	32,1	13,7	3,6	8,2	4,9	7,9
Mar	106,2	2,3	3,1	10,4	13,4	6,0	5,5	2,3	11,8	32,5	13,9	3,5	7,5	5,1	6,3
Abr	103,1	2,1	2,9	10,0	12,9	5,7	5,5	2,0	9,4	31,5	13,8	3,4	7,9	4,8	8,4
May	100,5	2,1	2,9	10,0	12,9	5,8	5,3	2,1	9,8	30,4	13,1	3,4	7,3	4,6	7,3
Jun	100,5	.	.	.	.	6,3	5,2	2,1	9,1	29,7	12,9	3,4	7,7	4,7	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
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	16,6	5,4	3,5	61,3	46,7	-34,3	15,1	9,0	64,2	-159,6	-112,0	-24,8	-25,8	-13,4	44,4
2008	-29,7	4,9	1,8	56,5	45,9	-39,3	16,6	10,5	49,9	-169,7	-118,6	-23,1	-38,9	-12,7	44,8
2008 I	-4,2	1,6	0,3	13,7	12,5	-9,8	4,5	3,8	15,0	-41,9	-27,6	-5,9	-10,5	-4,0	10,6
II	-7,2	1,3	0,8	15,8	12,5	-10,3	4,6	2,8	13,7	-41,9	-28,6	-6,0	-12,0	-3,3	8,7
III	-12,0	1,1	0,7	14,3	12,3	-12,6	3,9	2,7	11,3	-46,9	-31,7	-5,8	-10,7	-3,2	15,1
IV	-6,3	0,8	0,0	12,7	8,5	-6,6	3,7	1,3	9,9	-39,0	-30,8	-5,3	-5,7	-2,2	10,4
2009 I	-9,3	0,5	0,6	10,8	4,8	-4,8	3,2	1,1	6,5	-33,1	-26,8	-4,4	-0,4	-2,2	3,7
II	2,5	.	.	.	.	-5,6	3,1	2,0	9,0	-22,3	-23,2	-3,2	-0,4	-2,0	.
2009 Ene	-5,0	0,4	0,1	3,4	2,0	-2,0	1,1	0,3	2,6	-13,4	-9,9	-1,9	-0,3	-0,7	1,5
Feb	-2,5	0,0	0,2	3,6	1,5	-0,9	1,1	0,3	1,9	-9,9	-8,6	-1,1	-0,3	-0,6	0,6
Mar	-1,9	0,1	0,3	3,8	1,3	-1,9	0,9	0,4	1,9	-9,8	-8,3	-1,3	0,3	-0,9	1,6
Abr	0,3	0,1	0,3	4,2	1,5	-1,5	0,9	0,7	3,2	-8,4	-8,2	-1,1	-0,3	-0,6	0,2
May	1,1	0,0	0,2	3,8	1,2	-2,0	1,0	0,7	2,6	-7,4	-7,5	-1,1	0,1	-0,6	1,4
Jun	1,0	.	.	.	.	-2,1	1,2	0,6	3,2	-6,5	-7,5	-1,0	-0,2	-0,9	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,3	102,3	102,2	100,7	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,2	105,7	105,1	103,8	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,3	110,3	111,0	109,0	120,0	111,1
2008 II	116,0	116,7	113,5	113,2	113,4	112,1	122,9	114,1
2008 III	114,1	114,3	110,6	111,3	112,1	109,9	120,8	111,6
2008 IV	109,1	109,6	105,8	106,3	108,9	105,5	116,7	107,7
2009 I	111,9	112,2	107,2	108,5	114,0	109,3	120,1	110,4
2009 II	113,2	113,5	108,0	.	.	.	121,1	111,3
2008 Ago	113,9	114,1	110,5	-	-	-	120,3	111,1
2008 Sep	112,0	112,1	108,4	-	-	-	118,7	109,4
2008 Oct	107,9	108,2	104,7	-	-	-	115,4	106,4
2008 Nov	107,1	107,5	103,8	-	-	-	114,5	105,6
2008 Dic	112,4	112,9	108,7	-	-	-	120,3	111,0
2009 Ene	111,9	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4
2009 Feb	110,4	110,7	105,7	-	-	-	118,6	109,1
2009 Mar	113,3	113,4	108,2	-	-	-	121,6	111,7
2009 Abr	112,5	112,8	107,3	-	-	-	120,5	110,7
2009 May	113,0	113,3	107,8	-	-	-	120,9	111,0
2009 Jun	114,0	114,3	108,8	-	-	-	122,0	112,0
2009 Jul	113,8	113,8	109,3	-	-	-	121,9	111,6
2009 Ago	113,9	113,7	109,7	-	-	-	122,0	111,6
	<i>% variación sobre el mes anterior</i>							
2009 Ago	0,1	0,0	0,4	-	-	-	0,1	0,0
	<i>% variación sobre el año anterior</i>							
2009 Ago	0,0	-0,3	-0,7	-	-	-	1,4	0,4

C36 Tipos de cambio efectivos

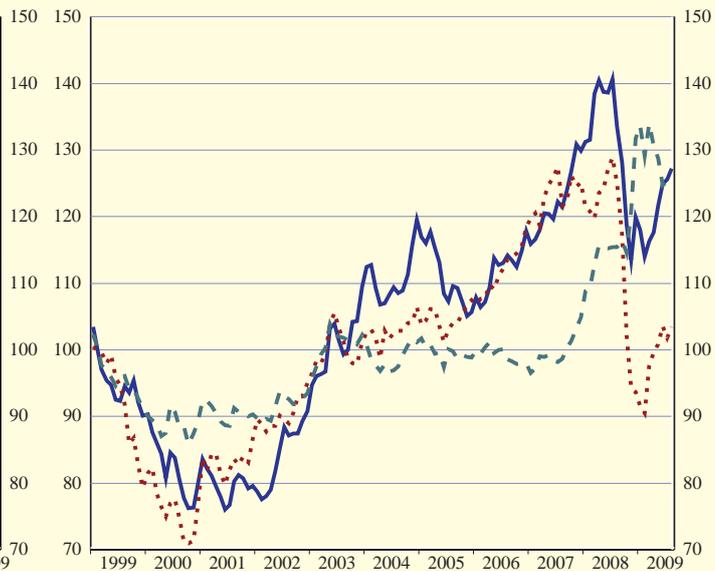
(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

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

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2009 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
Jul	7,4458	10,8262	0,86092	1,4088	133,09	1,5202	1.778,43	10,9182	2,0421	1,5824	8,9494	1,7504
Ago	7,4440	10,2210	0,86265	1,4268	135,31	1,5236	1.768,99	11,0587	2,0577	1,5522	8,6602	1,7081
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Ago	0,0	-5,6	0,2	1,3	1,7	0,2	-0,5	1,3	0,8	-1,9	-3,2	-2,4
	% variación sobre el año anterior											
2009 Ago	-0,2	8,8	8,8	-4,7	-17,3	-6,0	12,9	-5,4	-2,1	-1,5	8,6	0,7

	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
2009 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
Jul	25,793	15,6466	0,7006	3,4528	272,06	4,2965	1,9558	4,2184	7,3307	2,1378
Ago	25,646	15,6466	0,7013	3,4528	270,05	4,1311	1,9558	4,2183	7,3287	2,1236
	% variación sobre el mes anterior									
2009 Ago	-0,6	0,0	0,1	0,0	-0,7	-3,9	0,0	0,0	0,0	-0,7
	% variación sobre el año anterior									
2009 Ago	5,6	0,0	-0,4	0,0	14,5	25,5	0,0	19,6	1,9	20,2

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,8435	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 IV	3,0102	9,0155	261,87	64,0069	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 I	3,0168	8,9066	-	64,7948	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
II	2,8245	9,3107	-	66,3982	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
2009 Feb	2,9685	8,7406	-	62,8849	15.233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
Mar	3,0198	8,9210	-	66,8026	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
Abr	2,9197	9,0110	-	66,0471	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
May	2,8232	9,3157	-	66,1762	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
Jun	2,7391	9,5786	-	66,9191	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
Jul	2,7221	9,6246	-	68,2333	14.241,51	4,9963	18,8143	2,1873	67,724	44,3881	11,2007	47,969
Ago	2,6314	9,7485	-	68,9570	14.270,78	5,0185	18,5571	2,1097	68,803	45,1972	11,3415	48,543
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Ago	-3,3	1,3	-	1,1	0,2	0,4	-1,4	-3,5	1,6	1,8	1,3	1,2
	% variación sobre el año anterior											
2009 Ago	9,2	-5,0	-	7,2	4,2	0,7	22,7	0,0	2,2	24,7	-1,1	-4,2

Fuente: BCE.

- 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.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- 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 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
II	3,1	1,0	1,1	0,2	4,4	4,9	3,6	4,3	6,1	1,7	2,1
2009 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
Jun	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
Jul	1,0	-0,1	0,7	-0,4	2,1	2,6	4,9	4,5	5,0	1,8	1,8
Déficit (-)/superávit (+) de lasAAPP 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											
2009 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
Jun	7,30	5,45	3,76	-	12,75	14,50	10,15	6,34	11,26	3,62	3,53
Jul	7,56	5,41	3,74	-	12,75	14,50	8,81	6,19	11,46	3,37	3,55
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 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
Jun	5,94	2,17	2,35	6,20	21,25	8,14	-	4,60	10,22	0,97	1,24
Jul	5,69	2,09	2,06	6,16	16,94	8,41	10,13	4,26	9,21	0,67	1,00
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 IV	3,5	-0,1	-3,7	-9,7	-10,8	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 I	-3,5	-3,4	-4,3	-15,1	-18,6	-11,6	-5,6	1,7	-6,2	-6,3	-4,9
II	.	.	.	.	-18,2	-20,4	-7,4	1,4	-8,7	-6,3	-5,5
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	-2,5
2008	-24,5	-2,2	2,3	-7,7	-11,2	-9,7	-7,6	-4,4	-11,8	7,6	-1,5
2008 IV	-28,7	-5,2	2,6	-3,4	-7,0	-2,9	-10,0	-4,9	-8,3	5,5	-2,0
2009 I	-15,3	4,6	0,1	1,2	4,1	4,6	1,1	3,2	-3,4	7,3	-2,4
II	.	.	.	.	.	3,8	.	2,6	-5,0	3,5	.
Costes laborales unitarios											
2007	14,2	2,9	4,2	19,7	27,3	10,3	5,2	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	6,1	7,1	16,7	23,0	10,6	.	6,5	.	2,6	2,3
2008 III	13,0	4,1	7,9	19,6	24,5	12,0	-	4,8	-	2,0	1,7
IV	17,5	7,9	9,1	13,8	18,5	9,3	-	12,2	-	6,0	1,6
2009 I	16,1	4,4	7,2	9,9	3,6	10,0	-	3,9	-	8,2	3,1
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 IV	5,2	4,5	3,9	7,7	10,3	8,1	8,1	6,9	5,9	6,8	6,3
2009 I	6,0	5,5	4,8	11,0	13,3	11,1	9,3	7,7	6,2	7,5	7,1
II	6,7	6,1	5,9	13,3	16,3	14,3	10,2	8,2	.	8,6	.
2009 Mar	6,4	5,8	5,2	-	14,2	12,1	9,7	8,0	6,2	7,9	7,3
Abr	6,5	6,0	5,7	-	15,4	13,0	10,0	8,2	.	8,3	7,5
May	6,6	6,1	5,9	-	16,4	14,3	10,3	8,2	.	8,6	7,7
Jun	6,8	6,3	6,1	-	17,1	15,6	10,3	8,2	.	8,9	.
Jul	7,0	6,4	5,9	-	17,4	16,7	10,3	8,2	.	9,2	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

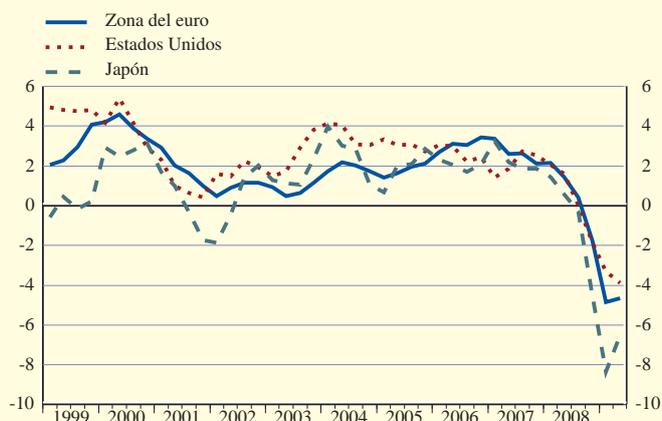
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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) ⁴⁾ 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	2,3	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	4,84	1,2441	-3,3	48,2
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	5,35	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	4,39	1,4708	-6,5	56,0
2008 II	4,4	0,1	1,6	-0,9	5,4	6,5	2,75	4,66	1,5622	-6,9	48,8
III	5,3	1,8	0,0	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,69	1,5050	-6,4	52,0
IV	1,6	1,7	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,1	56,0
2009 I	0,0	0,6	-3,3	-14,0	8,1	9,5	1,24	3,03	1,3029	-9,8	59,7
II	-1,2	-0,6	-3,9	-15,0	9,3	8,7	0,84	3,63	1,3632	.	.
2009 Abr	-0,7	-	-	-14,4	8,9	8,3	1,11	3,17	1,3190	-	-
May	-1,3	-	-	-15,2	9,4	8,8	0,82	3,54	1,3650	-	-
Jun	-1,4	-	-	-15,4	9,5	9,0	0,62	4,17	1,4016	-	-
Jul	-2,1	-	-	-14,3	9,4	8,1	0,52	3,92	1,4088	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	0,42	4,00	1,4268	-	-
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	1,6	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 II	1,4	0,5	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	-4,5	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 I	-0,1	5,0	-8,3	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
II	-1,0	.	-6,5	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
2009 Abr	-0,1	-	-	-30,7	5,0	2,7	0,57	1,41	130,25	-	-
May	-1,1	-	-	-29,6	5,2	2,7	0,53	1,38	131,85	-	-
Jun	-1,8	-	-	-23,6	5,4	2,5	0,49	1,43	135,39	-	-
Jul	-2,2	-	-	-22,9	5,7	2,7	0,43	1,39	133,09	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	0,40	1,49	135,31	-	-

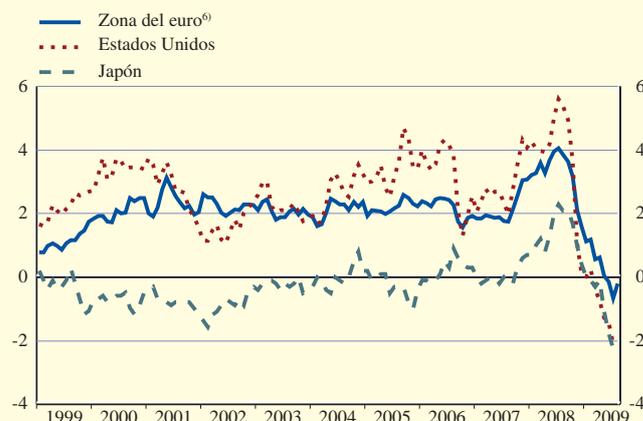
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(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 período; 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	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C16	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C17	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C19	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C20	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C21	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C22	Nuevos depósitos a plazo	S43
C23	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C24	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C25	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C26	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C27	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C28	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C29	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C30	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C31	Cuenta corriente	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C35	Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C36	Tipos de cambio efectivos	S72
C37	Tipos de cambio bilaterales	S72
C38	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C39	Índices de precios de consumo	S75



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 deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que 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:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «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:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en 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 ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

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.

- 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, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre del 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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 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 las 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 operaciones]. 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 nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre 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 nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y 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.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

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 servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

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_t) y posiciones trimestrales (L_t) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.

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 2 de septiembre 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 2004, 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 financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (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 dis-

tintas 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.

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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 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 superior 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 nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos 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 financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 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 venían 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 representados 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,

³ Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

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.

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 deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000⁹, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los 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 n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 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 Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁰. 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) n° 501/2004 y n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

⁹ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

¹⁰ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

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.cmf.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 superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero

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 bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros 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

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

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 dis-

tinción 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

fuelle 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 del 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 deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 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% 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

sitarlo 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 acuerdo, 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.

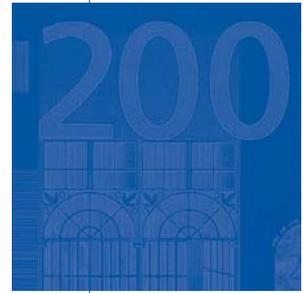
4 DE JUNIO DE 2009

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 Y 6 DE AGOSTO 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.





EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)

TARGET desempeña un papel fundamental para promover la integración del mercado monetario de la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye además a la integración de los mercados financieros de la zona. En el primer trimestre del 2009, más de 4.500 entidades de crédito (incluidas sus sucursales y filiales), así como 21 bancos centrales nacionales usaban TARGET para procesar pagos por cuenta propia o de sus clientes. TARGET se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o EURO1), y para la liquidación de las operaciones del mercado monetario, así como las operaciones en divisas y con valores. El sistema se utiliza también para los pequeños pagos de clientes. TARGET proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para efectuar otros pagos.

A fin de mejorar la calidad de la información, desde enero del 2009 el SEBC viene aplicando una nueva metodología para la obtención y comunicación de datos sobre TARGET2, lo que debe tenerse en cuenta al comparar datos anteriores y posteriores a esa fecha.

FLUJOS DE PAGOS DE TARGET

En el primer trimestre del 2009, TARGET procesó 21.364.075 operaciones, por un importe total de 152.342 mm de euros, lo que representa una media diaria de 339.112 pagos, por un importe de 2.418 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET durante el trimestre fue el 27 de febrero, fecha en que se procesaron 458.538 pagos, en línea con el habitual máximo observado en el último día hábil del mes.

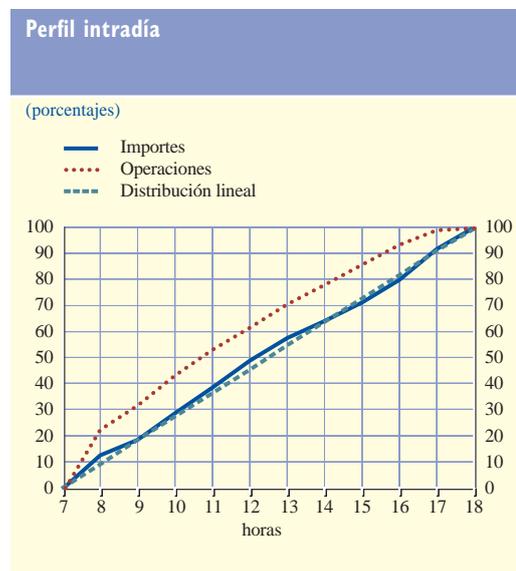
En comparación con el mismo período del año anterior, el número de operaciones procesadas disminuyó un 9% y el importe se redujo un 7%. Este descenso es atribuible, en gran medida, a la crisis financiera. No obstante, con una cuota de mercado

del 60% en lo que respecta al número de operaciones y del 90% en cuanto al importe, TARGET mantuvo su posición dominante entre los sistemas de grandes pagos en euros. La estabilidad de la cuota de mercado de TARGET confirma el atractivo, para las entidades de crédito, de la liquidación en dinero de banco central, especialmente en épocas de turbulencias en los mercados.

La proporción media de pagos interbancarios fue del 45% en lo que se refiere al número de operaciones y del 92% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario fue de 9,5 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,8 millones de euros. Por tramos de importes, el 65% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 11% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por un importe superior a mil millones de euros se situó en 59 operaciones.

PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET, es decir, el porcentaje de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día. Por lo que respecta a los importes, la curva se aproxima mucho a la dis-



tribución lineal. Ello indica que el volumen de operaciones se distribuye de manera uniforme a lo largo del día y la liquidez circula de forma apropiada entre los participantes, lo que garantiza un proceso fluido de liquidación de las operaciones de TARGET. A las 13.00 h., hora central europea, ya se ha procesado el 57% del importe total negociado en TARGET, cifra que asciende al 92% una hora antes del cierre del sistema. En cuanto a los importes, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 71% ya procesado a las 13.00 h., hora central europea, y con el 99,6% liquidado una hora antes del cierre de TARGET.

DISPONIBILIDAD DE TARGET Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

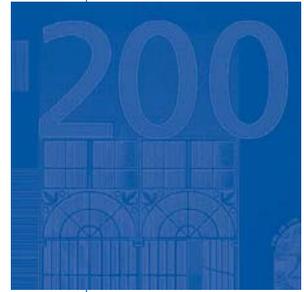
En el primer trimestre del 2009, TARGET logró una disponibilidad del 100%, lo que significa que ninguna incidencia afectó a la disponibilidad del sistema. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. Como resultado de la plena disponibilidad de TARGET, todos los pagos se procesaron, en promedio, en menos de cinco minutos, cumpliéndose plenamente así los objetivos establecidos para el sistema.

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por EURO1: número de operaciones

(número de pagos)	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
TARGET					
Total	23.519.667	24.144.809	23.070.898	23.943.677	21.364.075
Media diaria	379.349	377.263	349.559	374.120	339.112
EURO1 (EBA)					
Total	15.718.422	16.594.531	16.162.525	15.720.705	13.962.739
Media diaria	253.523	259.290	244.887	245.636	221.631

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET y por EURO1: importe de las operaciones

(mm de euros)	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
TARGET					
Total	163.420	166.793	164.384	186.661	152.342
Media diaria	2.636	2.606	2.491	2.917	2.418
EURO1 (EBA)					
Total	16.541	17.944	18.504	20.410	17.789
Media diaria	267	280	280	319	281



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 junio y agosto 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 proteccionismo», febrero 2009.
- «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.
- «Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.
- «Composición funcional del gasto público en la unión europea», abril 2009.
- «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
- «Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
- «Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política», mayo 2009.
- «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.
- «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.
- «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.
- «Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.
- «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.

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.
- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.

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. Bê 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. Karadeloglou 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.
- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.
«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1059 «Forecasting the world economy in the short term», A. Jakaitiene y S. Déés, 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.
- 1066 «Universal banks and corporate control: evidence from the global syndicated loan market», M. A. Ferreira y P. Matos, julio 2009.
- 1067 «The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United States and the euro area», R. Duarte y C. R. Marques, julio 2009.
- 1068 «Asset price misalignments and the role of money and credit», D. Gerdesmeier, H. E. Reimers y B. Roffia, julio 2009.
- 1069 «Housing finance and monetary policy», A. Calza, T. Monacelli y L. Stracca, julio 2009.
- 1070 «Monetary policy committees: meetings and outcomes», J. M. Berk y B. K. Beirut, julio 2009.
- 1071 «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», L. Agnello y L. Schuknecht, julio 2009.
- 1072 «How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis», I. Vansteenkiste, julio 2009.
- 1073 «Can non-linear real shocks explain the persistence of PPP exchange rate disequilibria?», T. Peltonen, M. Sager y A. Popescu, julio 2009.
- 1074 «Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data», P. Lünemann y L. Wintr, julio 2009.
- 1075 «Bank risk and monetary policy», Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, julio 2009.
- 1076 «Optimal monetary policy in a new Keynesian model with habits in consumption», C. Leith, I. Moldovan y R. Rossi, julio 2009.
- 1077 «The reception of public signals in financial markets – what if central bank communication becomes stale?», M. Ehrmann y D. Sondermann, agosto 2009.
- 1078 «On the real effects of private equity investment: evidence from new business creation», A. Popov y P. Roosenboom, agosto 2009.
- 1079 «EMU and European government bond market integration», P. Abad, H. Chuliá, y M. Gómez-Puig, agosto 2009.
- 1080 «Productivity and job flows: heterogeneity of new hires and continuing jobs in the business cycle», J. Kilponen y J. Vanhala, agosto 2009.
- 1081 «Liquidity premia in German government bonds», J. W. Ejsing y J. Sihvonen, agosto 2009.
- 1082 «Disagreement among forecasters in G7 countries», J. Dovern, U. Fritsche y J. Slacalek, agosto 2009.
- 1083 «Evaluating microfoundations for aggregate price rigidities: evidence from matched firm-level data on product prices and unit labour cost», M. Carlsson y O. Nordström Skansz, agosto 2009.
- 1084 «How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe», M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins y R. Sabbatini, agosto 2009.

1085 «An empirical study on the decoupling movements between corporate bonds and CDS spreads», I. Alexopoulou, M. Andersson y O. M. Georgescu, agosto 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 Borghesio, 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 Eurosistema», 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.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (sólo en Internet).

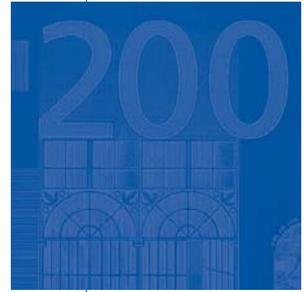
«The international role of the euro», julio 2009.

«Monthly report on the Eurosystem’s covered bond purchase programme», julio 2009 (sólo en Internet).

- «Informe mensual sobre el program de adquisiciones de bonos garantizados del eurosistema»
«Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (sólo en Internet).
«Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (sólo en Internet).
«The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (sólo en Internet).
«Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update», agosto 2009.
«EU banking sector stability», agosto 2009 (sólo en Internet).
«Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (sólo en Internet).

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.
«The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», julio 2009.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

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 (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los

criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: 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.