



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

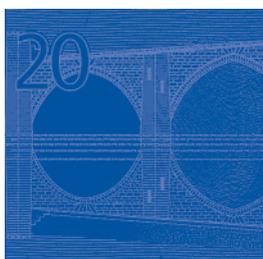
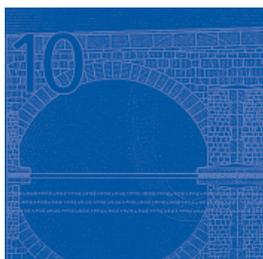
BOLETÍN MENSUAL  
ENERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL ENERO 2011

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

*Traducción provisional realizada por el Banco de España. La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.*

© Banco Central Europeo, 2011

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

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

**Fax**

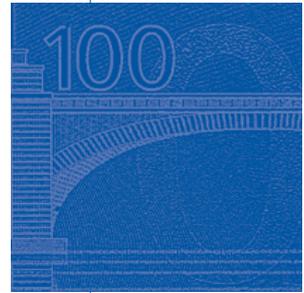
+49 69 13446000

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.*

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 12 de enero de 2011.*

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



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>21</b>
Precios y costes	<b>41</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>50</b>
<b>Recuadros</b>	
1 Evolución reciente de los precios de los alimentos	<b>13</b>
2 Estonia adopta el euro	<b>21</b>
3 Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los «bancos malos» sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro	<b>24</b>
4 Factores determinantes de los diferenciales de inflación de la zona del euro	<b>43</b>
5 La calidad predictiva de las encuestas a los expertos	<b>50</b>
<b>ARTÍCULOS</b>	
Evolución reciente de los préstamos al sector privado	<b>61</b>
Tendencias del producto potencial	<b>79</b>
La crisis financiera y el fortalecimiento de la cooperación económica internacional	<b>93</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Documentos publicados por el Banco Central Europeo	<b>V</b>
Glosario	<b>VII</b>

## ABREVIATURAS

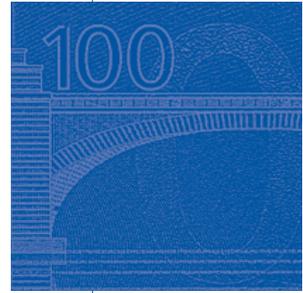
### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, confirmó en su reunión del 13 de enero de 2011 que el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE todavía sigue siendo apropiado. En consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 2 de diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno ve evidencia de presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación general, debido fundamentalmente a los precios de la energía, aunque ello por el momento no ha afectado a su valoración de que la evolución de los precios continuará siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, la evolución de los precios justifica un seguimiento atento. Los datos económicos recientes son acordes con una dinámica subyacente positiva de la actividad económica, aun cuando la incertidumbre sigue siendo elevada. El análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían permanecer contenidas. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando así el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación es esencial.

En conjunto, la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La orientación, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación se ajustarán según sea apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta al análisis económico, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se situó en el 0,3% en el tercer tri-

mestre de 2010, y los últimos datos estadísticos publicados y la evidencia basada en encuestas más reciente confirman que la dinámica subyacente positiva de la actividad económica en la zona del euro se mantuvo a finales de 2010. De cara a 2011, las exportaciones de la zona del euro deberían beneficiarse de una recuperación continuada de la economía mundial. Al mismo tiempo, y especialmente teniendo en cuenta el nivel relativamente elevado de confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores atenúe la recuperación de la actividad.

En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen inclinándose levemente a la baja, en un entorno de incertidumbre todavía elevada. Por un lado, el crecimiento del comercio internacional podría continuar siendo más rápido de lo esperado, respaldando así las exportaciones de la zona del euro. Asimismo, la sólida confianza empresarial podría respaldar la actividad económica interna en la zona del euro en mayor medida de lo esperado actualmente. Por otro lado, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Otros riesgos a la baja están relacionados con nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, con presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro, medida por el IAPC, se situó en el 2,2% en diciembre, frente al 1,9% registrado en noviembre. Esta tasa es ligeramente más elevada de lo esperado y refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara a los próximos meses, las tasas de inflación podrían seguir aumentando temporalmente y

es probable que se mantengan ligeramente por encima del 2%, debido principalmente a la evolución de los precios de las materias primas, antes de moderarse nuevamente hacia finales de año. En conjunto, el Consejo de Gobierno ve evidencia de presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación general, derivadas, en buena parte, de los precios mundiales de las materias primas. Aunque ello por el momento no ha afectado a la valoración del Consejo de Gobierno de que la evolución de los precios continuará siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, la evolución de los precios merece un seguimiento muy atento. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, aunque podrían desplazarse al alza. Los riesgos al alza están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años, y las presiones sobre los precios en la cadena de producción podrían seguir aumentando. Los riesgos a la baja están relacionados principalmente con el impacto sobre la inflación de un crecimiento posiblemente más reducido, dado que persiste la incertidumbre.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 1,9% en noviembre de 2010, frente al 0,9% de octubre. Este fuerte incremento está relacionado, en parte, con efectos de base y factores volátiles. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado también aumentó, situándose en el 2,0% en noviembre, desde el 1,5% de octubre. Al margen de los factores especiales presentes en noviembre, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos sigue

siendo reducido, corroborando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían mantenerse contenidas.

La configuración de los tipos de interés siguió causando un impacto significativo sobre el crecimiento de los agregados monetarios. En cuanto a los componentes de M3, los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo siguieron siendo superiores a los de los depósitos a la vista. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 siguió moderándose y se situó en el 4,6% en noviembre de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo siguió volviéndose menos negativa. Al mismo tiempo, la curva de rendimientos ha vuelto a presentar recientemente una pendiente más acusada, lo que significa que el atractivo de los depósitos a corto plazo incluidos en M3 ha disminuido ligeramente en comparación con los activos a largo plazo mejor remunerados no incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado siguió aumentando en noviembre, debido en parte a factores especiales. A nivel sectorial, este fortalecimiento refleja cada vez más la tendencia al alza del crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras, que se situó en el -0,1% en noviembre, tras el -0,5% registrado en octubre, confirmando una vez más que durante 2010 se produjo un punto de inflexión. El crecimiento de los préstamos a hogares se mantuvo más elevado, situándose en el 2,7% en noviembre, frente al 2,9% de octubre, pero los últimos datos apuntan a indicios de estabilización.

En los últimos meses, las entidades de crédito han ampliado la concesión de crédito al sector privado en un entorno en el que el tamaño total de sus balances se ha mantenido relativamente estable. El reto sigue siendo aumentar la disponibilidad de este crédito cuando repunte todavía más la demanda. Para superarlo, si fuese necesario, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar aún más sus bases de capital o aprovechar al máximo las

medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE todavía sigue siendo apropiado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 2 de diciembre de 2010, el Consejo de Gobierno ve evidencia de presiones alcistas a corto plazo sobre la inflación general, debido fundamentalmente a los precios de la energía, aunque ello por el momento no ha afectado a su valoración de que la evolución de los precios continuará siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, la evolución de los precios justifica un seguimiento atento. Los datos económicos recientes son acordes con una dinámica subyacente positiva de la actividad económica, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían seguir contenidas. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando así el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación es esencial.

Por lo que se refiere a la política fiscal, en vista de la actual vulnerabilidad frente a reacciones adversas de los mercados, los países deben hacer todo lo posible para cumplir sus objetivos de déficit y situar firmemente los ratios de deuda pública en relación con el PIB en una trayectoria descendente. En este sentido, el Consejo de Gobierno toma nota de las medidas anunciadas recientemente en algunos países de la zona del euro para reducir sus desequilibrios presupuestarios, muy elevados. Si fuese necesario, habría que definir y aplicar rápidamente medidas correctivas adicionales, preferiblemente en lo que se refiere al gasto. Al mismo tiempo, todos los países de la zona del euro deberían estable-

cer estrategias plurianuales de consolidación creíbles y ambiciosas. Todo ello contribuirá a reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, reducir las primas de riesgo en los tipos de interés y mejorar las condiciones para un crecimiento sólido y sostenible. Cualquier evolución presupuestaria positiva que pudiera producirse, como reflejo de factores tales como un entorno económico más favorable de lo esperado, debería aprovecharse para avanzar con mayor prontitud hacia el saneamiento de las finanzas públicas.

Deberían aplicarse con celeridad reformas estructurales sustanciales y de gran alcance, como complemento del ajuste fiscal, para mejorar las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible. Se precisan de forma especial reformas de gran calado en aquellos países que en el pasado han experimentado una pérdida de competitividad o que soportan déficits fiscales y exteriores elevados. La eliminación de las rigideces de los mercados laborales contribuiría al proceso de ajuste de estas economías. El incremento de la competencia en el mercado de productos, especialmente en la rama de servicios, facilitaría también la reestructuración de la economía y estimularía la innovación. Estas medidas son esenciales para fomentar el crecimiento de la productividad, uno de los principales motores del crecimiento a largo plazo. Todas estas reformas estructurales deberían verse respaldadas por las mejoras de la estructura del sector bancario necesarias. El saneamiento de los balances, la gestión efectiva del riesgo y unos modelos de negocio robustos y transparentes siguen siendo elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y asegurar un acceso adecuado a la financiación, creando así las condiciones para el crecimiento sostenible y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primer artículo estudia la evolución reciente de los préstamos concedidos al sector privado y el segundo analiza las tendencias del producto potencial en la zona del euro. El tercer artículo examina las medidas adoptadas para reforzar la supervisión macroeconómica y financiera mundial en respuesta a la crisis financiera.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Si bien la recuperación de la economía mundial prosiguió a un ritmo más moderado durante la mayor parte del segundo semestre de 2010, en comparación con el dinámico crecimiento observado en el primer semestre, los últimos datos disponibles confirman que el ritmo se afianzó de nuevo a lo largo del cuarto trimestre. Las presiones inflacionistas siguen estando contenidas en las economías avanzadas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando, como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. Por el contrario, en las economías emergentes dinámicas, estos incrementos de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación sigan aumentando.

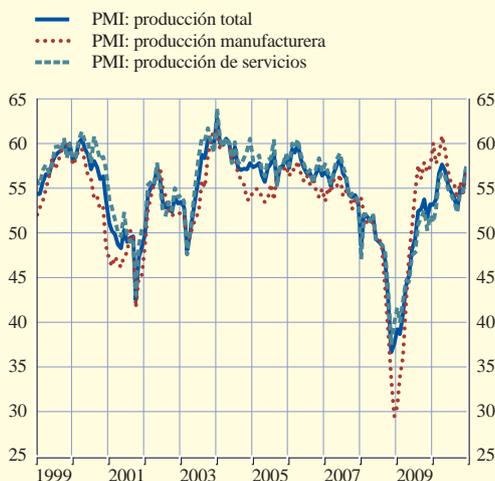
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial continúa avanzando de forma más autosostenida. En las principales economías avanzadas, los datos más recientes sugieren un repunte de la demanda privada. No obstante, las tensiones en los balances privados, sumadas a las restrictivas condiciones de concesión de crédito y a la débil situación de los mercados de trabajo siguen siendo la causa de las moderadas tasas de crecimiento. En las economías emergentes el crecimiento continúa siendo robusto, aunque los datos más recientes apuntan a una moderada desaceleración de la actividad hacia finales del año pasado. El índice PMI global experimentó una aceleración en diciembre, aumentando hasta 57,1 desde el nivel de 54,6 observado en noviembre (véase gráfico 1), respaldado por un mayor impulso, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. El repunte de la actividad ha venido acompañado también por un crecimiento sostenido del componente de nuevos pedidos del índice PMI.

En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen estando contenidas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. Ello refleja el amplio margen de capacidad excedente de producción

Gráfico 1 PMI: producción mundial

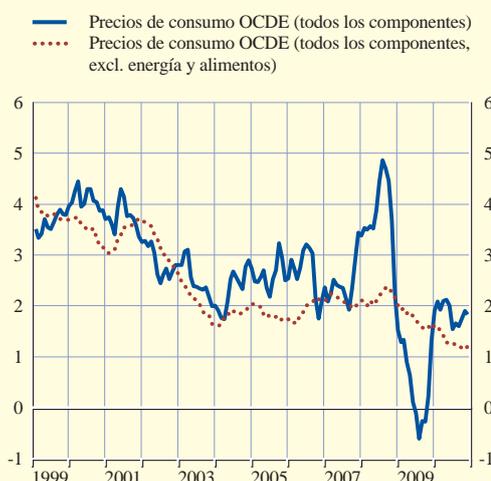
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

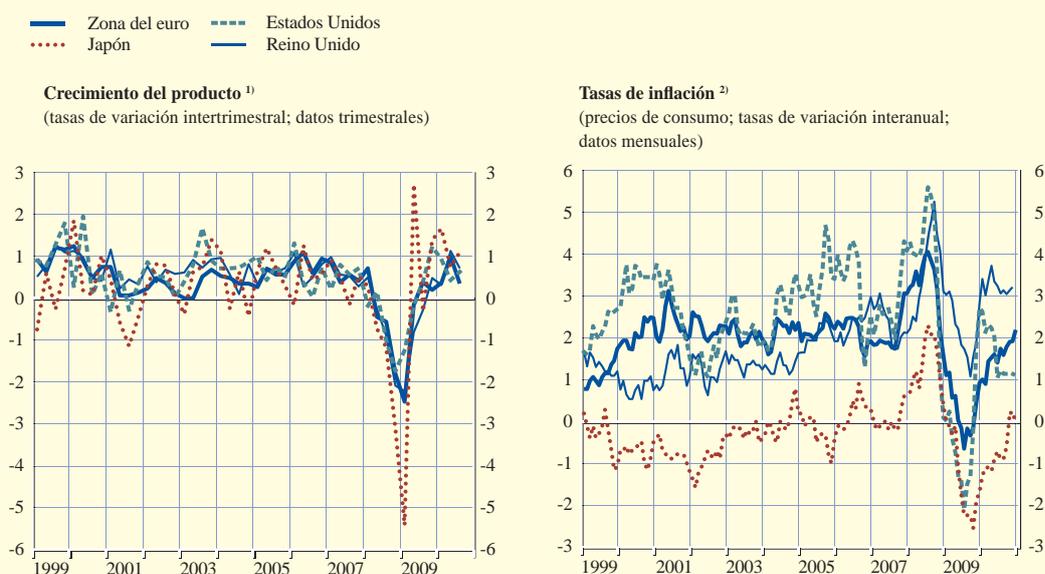
que aún existe. Por el contrario, en las economías emergentes dinámicas, estos incrementos de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación sigan aumentando. En los países de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo ligeramente en noviembre, hasta el 1,8%, en comparación con el 1,9% de octubre (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación experimentó un ligero aumento hasta el 1,2% en noviembre, desde el 1,1% de octubre.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica se estabilizó en el tercer trimestre de 2010, tras la desaceleración experimentada en el segundo trimestre. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,6% (2,6% en tasa anualizada), frente al 0,4% registrado en el segundo trimestre (véase gráfico 3). La actividad económica se vio respaldada, por una parte, por los aumentos del gasto en consumo personal, la inversión empresarial, el gasto público y una fuerte contribución positiva de la acumulación de existencias, que representó más de la mitad del aumento intertrimestral del PIB real. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por la fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta, ya que el incremento de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, así como por la renovada debilidad de la inversión residencial tras la expiración de algunas iniciativas de apoyo a la vivienda. Los datos de alta frecuencia apuntan a que se mantendrá la recuperación económica en el cuarto trimestre, ya que el crecimiento del gasto en consumo se afianzó en cierta medida y el ritmo de la actividad manufacturera se estabilizó hacia finales de 2010. De cara al futuro, se prevé que la recuperación siga siendo moderada a medio plazo.

Las presiones inflacionistas en Estados Unidos siguen estando contenidas, en un contexto de notable atonía económica. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,1% en noviembre, tras

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



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

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

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

haberse mantenido dentro de una banda muy estrecha del 1,1% al 1,2% desde junio de 2010. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual repuntó hasta el 0,8% desde el mínimo histórico observado en octubre. El 21 de diciembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió prorrogar hasta el 1 de agosto de 2011 sus acuerdos de divisas de carácter temporal (líneas *swap*) con los principales bancos centrales de otros países, a fin de mejorar la situación de liquidez en los mercados monetarios internacionales.

### JAPÓN

En Japón, la actividad económica se ralentizó en el cuarto trimestre de 2010, a pesar de la aceleración que experimentó el crecimiento del PIB real en el trimestre anterior. La segunda estimación provisional publicada por la Oficina Económica del Gobierno de Japón indica que, en el tercer trimestre de 2010, el PIB real creció un 1,1% en tasa intertrimestral, cifra más alta que el 0,9% previsto en la primera estimación provisional. La revisión al alza tuvo su origen en un aumento del gasto de capital y del consumo privado mayor de lo estimado en un principio. En el cuarto trimestre, la actividad económica fue moderada, ya que la retirada de las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno se tradujo en un debilitamiento del consumo privado y de la producción industrial. La encuesta Tankan correspondiente a diciembre reveló que la evaluación del clima económico actual por parte de las empresas se ha deteriorado al empeorar las perspectivas, especialmente entre las empresas manufactureras. No obstante, los datos más recientes indican que la moderación de la actividad económica en el cuarto trimestre podría ser transitoria. Las exportaciones, que se habían caracterizado hasta hace poco por su atonía, repuntaron en noviembre en términos nominales, debido al aumento de la demanda de las economías emergentes de Asia, en particular de China.

En conjunto, la inflación medida por los precios de consumo fue positiva en noviembre por segundo mes consecutivo, situándose en el 0,1% en tasa interanual, impulsada por el aumento de los costes de las verduras frescas, los cigarrillos y los servicios de agua, gas y electricidad. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual, medida por el IPC, siguió siendo negativa (-0,5%), mientras que si se excluyen los alimentos frescos y la energía, la tasa se sitúa en el -0,9%.

El 21 de diciembre de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido ha continuado la recuperación económica. El crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,7% en el tercer trimestre de 2010, tras una expansión del 1,1% en el segundo trimestre (véase gráfico 3). El crecimiento del producto durante el trimestre tuvo su origen, principalmente, en la inversión empresarial y en la acumulación de existencias. Los precios de la vivienda han seguido la tendencia a la baja de los últimos meses en un contexto de moderación de la actividad en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las políticas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC, ha seguido siendo elevada, aumentando hasta el 3,3% en noviembre de 2010 desde el 3,2% en octubre. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, la subida de los precios de las materias primas y el aumento del IVA en enero de 2011 ejerzan nuevas presiones al alza sobre los precios de consumo. En los últimos trimes-

tres, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito.

### **OTROS PAÍSES EUROPEOS**

En conjunto, la situación económica siguió mejorando en el tercer trimestre de 2010 en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la inflación evolucionó de forma desigual. El PIB real creció un 2,1% y un 1%, en tasa intertrimestral, en Suecia y Dinamarca, respectivamente, de lo que se deduce que la recuperación cobró impulso en ambos países. La recuperación parece ser especialmente sólida en Suecia, respaldada por la demanda externa y el consumo interno como consecuencia del fuerte crecimiento del empleo. Las tasas de inflación interanual aumentaron ligeramente en ambos países, situándose en el 2,5% en Dinamarca y en el 1,7% en Suecia en noviembre, pero se mantuvieron en niveles inferiores a los observados en otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

En los países más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, la recuperación continuó en el tercer trimestre, respaldada principalmente por la demanda externa y la reposición de las existencias. La demanda interna siguió siendo más bien moderada en la mayoría de los países, debido a la débil situación de los mercados de trabajo y de crédito, a la baja utilización de la capacidad productiva, así como a las restricciones presupuestarias impuestas en algunos países. Rumanía fue el único de los países grandes de Europa Central y Oriental que registró crecimiento negativo en el tercer trimestre de 2010, debido al impacto a corto plazo de los ajustes fiscales en curso y al deterioro de la situación del mercado de trabajo. Por el contrario, el crecimiento fue especialmente sólido en el tercer trimestre en Polonia, donde la demanda externa y la mejora de la situación en el mercado de trabajo respaldaron la recuperación. En noviembre de 2010, la inflación medida por el IAPC aumentó ligeramente en la República Checa y se moderó en Polonia, Hungría y Rumanía. Entre estos países, Rumanía registra la tasa de inflación más alta, que se situó en el 7,7% en noviembre de 2010, debido principalmente al impacto del incremento más reciente del IVA en julio de 2010.

### **CHINA**

En China, la actividad económica siguió siendo vigorosa en noviembre, como lo indica el crecimiento, mayor de lo previsto, de la producción industrial, la inversión en capital fijo y el comercio exterior. Los precios de consumo aumentaron al ritmo más rápido de los dos últimos años, situándose la inflación interanual en el 5,1% en noviembre, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de los alimentos. Por su parte, los precios industriales aumentaron hasta el 6,1% en noviembre, desde el 5% de octubre, impulsados, sobre todo, por el incremento de los precios de las materias primas. Además, pese a las medidas administrativas contra la especulación en el mercado inmobiliario, introducidas en abril y septiembre de 2010, los precios de los inmuebles siguieron subiendo en los tres meses transcurridos hasta noviembre. Dado que la abundante liquidez interna y la sólida actividad económica también están contribuyendo a la intensificación de las presiones inflacionistas, el Banco Central de la República Popular China ha seguido dando una orientación más restrictiva a la política monetaria. Por segunda vez en el año 2010, y con efectos a partir del 26 de diciembre, se han elevado los tipos de interés de referencia a un año de los préstamos y los depósitos en 25 puntos básicos, hasta el 2,75% y el 5,81%, respectivamente. Además, para absorber el exceso de liquidez, el Banco Central ha incrementado el coeficiente de reservas en otros 50 puntos básicos, situándolo actualmente en un máximo histórico del 19% para las entidades de crédito más grandes. Asimismo, para hacer frente a las presiones inflacionistas de manera más flexible, las autoridades anunciaron un nuevo sistema de gestión de las exigencias de reservas, que se aplicará a cada entidad, basándose principalmente en su comportamiento específico en materia de préstamos, así como en su liquidez y en su ratio de adecuación del capital.

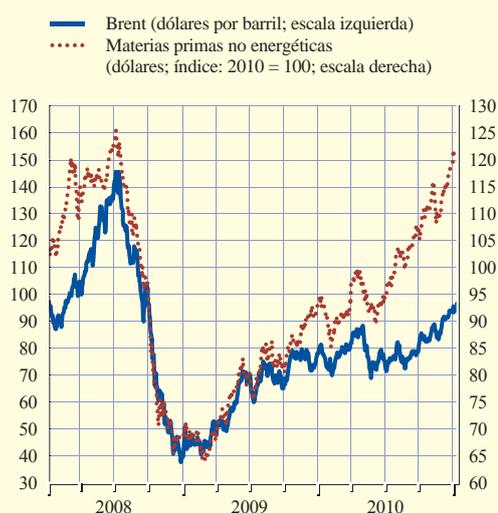
## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en diciembre y a comienzos de enero. El 12 de enero, el precio del barril de Brent se situaba en 96,7 dólares estadounidenses, es decir, un 23,7% y un 11,7% por encima del nivel observado a comienzos de 2010 y de diciembre, respectivamente (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado todavía prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 96,9 dólares estadounidenses el barril.

Si se consideran las variables fundamentales, por el lado de la demanda se mantiene la solidez y la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha venido revisando al alza sus estimaciones de demanda para 2010. Por el lado de la oferta, la respuesta al aumento de la demanda y de los precios ha sido, no obstante, más moderada, y la OPEP decidió no modificar las cuotas de producción en su última reunión, lo que se ha traducido en una notable reducción de las existencias que, habida cuenta de que, en 2011, la AIE prevé un aumento de la demanda mundial del 1,5%, podría sugerir de un aumento de las tensiones en el mercado en un futuro próximo.

Los precios de las materias primas no energéticas también han registrado un aumento significativo en diciembre. Los precios de los alimentos siguieron incrementándose de forma acusada, impulsados, en particular, por el trigo, el maíz y el azúcar. Los aumentos de los precios tuvieron su origen en una combinación de factores: la solidez de la demanda y la inquietud respecto a la oferta, debido a las adversas condiciones meteorológicas imperantes en el hemisferio sur. Para más información, véase también el análisis de la evolución reciente de los precios de los alimentos que se presenta en el recuadro 1. Los precios de los metales también han aumentado, impulsados principalmente por la subida del cobre, debido a la presión de las limitaciones por el lado de la oferta. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de 2011, un 29% por encima del nivel de comienzos de 2010 y un 7,5% por encima del nivel de comienzos de diciembre de 2010.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

### Recuadro 1

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

Las grandes fluctuaciones de los precios de las materias primas alimenticias han concitado mucha atención en los últimos años. En 2007 y en el primer semestre de 2008, los precios experimentaron una notable subida alcanzando un máximo en julio de 2008. Posteriormente, bajaron para incrementarse de nuevo. Dado que su evolución puede tener efectos de gran alcance sobre la inflación de

precios de consumo, es esencial, de cara a las perspectivas de inflación, realizar un seguimiento de su dinámica y de sus factores determinantes, así como del buen funcionamiento de los respectivos mercados. A continuación, se analiza la subida que han registrado los precios de los alimentos desde 2009 y se arroja algo de luz sobre sus principales factores determinantes.

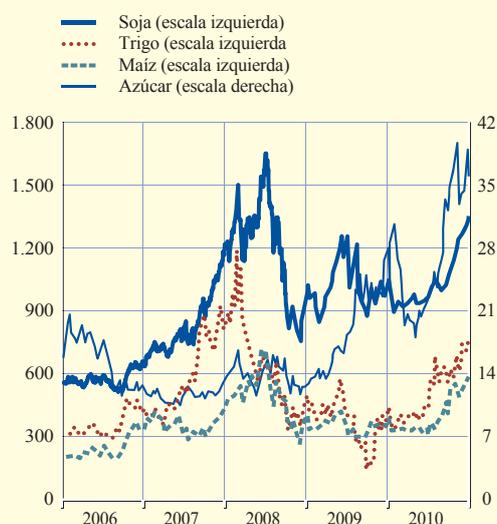
Los precios de las materias primas alimenticias experimentaron una notable subida en 2010. No obstante, los incrementos se produjeron a distinta velocidad y en momentos diferentes y también se vieron afectados por factores idiosincrásicos.

- Tras la cosecha récord que siguió al máximo alcanzado por los precios en 2007-2008, los precios del trigo se moderaron inicialmente, como consecuencia de los elevados niveles de existencias. No obstante, las perturbaciones por el lado de la oferta y las adversas condiciones meteorológicas, unidas a la amenaza de presiones proteccionistas, contribuyeron a que los precios se disparasen de nuevo en el segundo trimestre de 2010. A finales de 2010, los precios eran un 91% más elevados que a comienzos del año (véase gráfico).
- Los precios del maíz oscilaron dentro de un intervalo estrecho en 2009 y en el primer semestre de 2010, moderados por las expectativas de una cosecha récord en 2010. No obstante, los recientes recortes en las estimaciones de producción y los indicios de unas importaciones sin precedentes por parte de China presionaron al alza sobre los precios que, a finales de 2010, se situaban un 57% por encima del nivel observado a principios del año.
- La evolución reciente de los precios de la soja ha sido más moderada que la de los precios del trigo y del maíz. La cosecha de 2009-2010 alcanzó cifras récord y las perspectivas para 2010-2011 son también positivas, lo que ha contribuido a atenuar las presiones por el lado de la demanda derivadas del incremento de las importaciones de China. Con todo, a finales de 2010, los precios se situaban un 33% por encima del nivel observado a principios del año.
- Por el contrario, los precios del azúcar han mostrado cierta volatilidad últimamente. En 2009, casi se duplicaron, como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas y siguieron siendo volátiles después —a pesar de las perspectivas de una buena cosecha— en un contexto de bajos niveles de existencias. A finales de 2010, los precios del azúcar eran un 32% más altos que a comienzos del año.

Aunque las presiones registradas recientemente en los mercados de materias primas agrícolas tuvieron su origen en factores idiosincrásicos, también se observan algunos factores comunes

#### Precios de algunas materias primas agrícolas

(en centavos de USD la fanega de maíz, soja y trigo, en centavos de USD la libra de azúcar)



Fuente: Bloomberg.

Nota: La observación más reciente corresponde al 31 de diciembre de 2010.

que afectan a las tendencias de la demanda en el medio a largo plazo. En primer lugar, la demanda proveniente de los mercados emergentes ha aumentado de forma constante, en consonancia con el incremento de los niveles de vida, y se prevé que continúe haciéndolo. Además del aumento de la renta en las economías emergentes, la urbanización y los cambios en las preferencias dietéticas están impulsando al alza la demanda interna de productos de alto valor por parte de los consumidores. La composición de los presupuestos alimentarios se está desplazando hacia la carne, los productos lácteos y el pescado. Dado que la producción de carne y de lácteos requiere pienso para el ganado como factor de producción, el cambio en la dieta significará una mayor demanda de cultivos tales como la soja, el maíz y los cereales en general, que se utilizan para producir piensos.

Otro factor estructural importante que influye en la demanda es el hecho de que los cultivos alimentarios (concretamente el azúcar y el maíz) se están utilizando también para producir biocombustibles. Se prevé que los niveles persistentemente elevados de los precios del petróleo y las notables subvenciones a la producción de biocombustibles sostengan la demanda de estas materias primas en el futuro. Los dos factores mencionados —el cambio en la dieta y la producción de biocombustibles— suponen un robusto crecimiento de la demanda de materias primas alimenticias en el futuro.

No obstante, las perspectivas de los precios también dependen esencialmente de la respuesta por el lado de la oferta. En primer lugar, por lo que respecta a la velocidad de respuesta desde el lado de la oferta, la elasticidad precio de cada cultivo es grande y relativamente rápida, teniendo en cuenta las limitaciones del ciclo biológico, como lo confirma también la cosecha récord de trigo de 2008, que siguió a la escalada de los precios en 2007-2008. Sin embargo, a nivel agregado, la respuesta de la oferta agrícola es baja. Una razón de las diferencias en la respuesta a nivel individual y a nivel agregado es la rotación de los cultivos que, en gran medida, determina la respuesta de los precios a nivel individual, es decir, las superficies agrícolas se destinan a los cultivos que producen el mayor rendimiento. Cuando, no obstante, los incrementos de los precios agrícolas son generalizados, la respuesta de la oferta de la rotación de cultivos es menos pronunciada, ya que suele tener su origen en una expansión de la superficie de cultivo o en un aumento del rendimiento.

Por lo que se refiere a la disponibilidad de terreno a escala mundial, sigue habiendo suficiente tierra cultivable. Un informe de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO)<sup>1</sup> sugiere que, si bien la expansión de la superficie cultivable siempre ha contribuido a elevar la producción de las cosechas, el aumento del rendimiento —mediante la aplicación de mejoras tecnológicas o el uso de fertilizantes y maquinaria— ha sido mucho más importante en las últimas décadas. Este factor representó el 70% del incremento de la producción en los países en desarrollo en los 30 últimos años y casi el total del incremento en las economías avanzadas. Sin embargo, las tecnologías agrícolas prácticamente no han variado en los veinte últimos años, lo que significa que no se pueden obtener mayores rendimientos a menos que se introduzcan nuevas mejoras. La estabilidad de los precios agrícolas durante este período ha dado lugar a cierta complacencia respecto a los problemas alimentarios a escala mundial y a una reducción de los fondos destinados a I+D. Un entorno de precios elevados podría cambiar esta situación y estimular la investigación, tanto con recursos públicos como privados, en tecnologías encaminadas a aumentar el rendimiento, en lugar de reducir costes como ha sido prácticamente el caso a lo largo de los diez últimos años<sup>2</sup>.

1 OCDE-FAO (2008). *Perspectivas Agrícolas 2008 - 2017*.

2 R. Trostle (2008). *Global Agricultural Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices*. USDA Economic Research Service WRS-0801.

En conjunto, estas consideraciones sugieren que, a largo plazo, se mantendrán las presiones al alza sobre los precios de los alimentos, debido al sólido crecimiento de la demanda. Si bien hay margen de maniobra para que los efectos por el lado de la oferta compensen el aumento de la demanda, persiste un alto grado de incertidumbre respecto al alcance y al ritmo con que la oferta podrá hacer frente al incremento previsto de la demanda y, por ende, contribuir a limitar el alza de los precios de los alimentos.

### 1.3 TIPOS DE CAMBIO

En el cuarto trimestre de 2010, el euro se depreció en términos efectivos nominales, situándose por debajo de la media registrada durante el año. El 12 de enero de 2011, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 4,3% por debajo del nivel registrado a finales de septiembre y un 4% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, durante el cuarto trimestre de 2010 el euro se depreció frente a todas las principales monedas. Entre el 30 de septiembre de 2010 y el 12 de enero de 2011, se debilitó frente al franco suizo (5%), el yen japonés (4,8%) y el dólar estadounidense (4,9%). La depreciación frente al dólar estadounidense, combinada con la correspondiente depreciación frente a las monedas vinculadas a este, representó casi la mitad de la depreciación total de la moneda única en términos efectivos (véase gráfico 5). El euro también se depreció significativamente frente a las monedas de países productores de materias primas (dólar australiano, dólar canadiense y corona noruega) y frente a la libra esterlina (véase cuadro 1).

Entre el 30 de septiembre de 2010 y el 12 de enero de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las

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

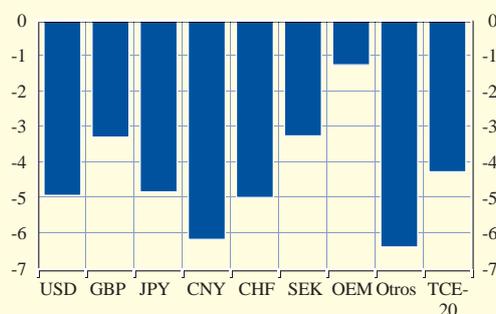
(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20<sup>2)</sup>

Del 30 de septiembre de 2010 al 12 de enero de 2011  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

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

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel al 12 de enero de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 12 de enero de 2011		
			desde:		en comparación con:
			30 de septiembre de 2010	1 de enero de 2010	media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,300	-4,9	-9,8	-2,1
Libra esterlina	17,8	0,832	-3,3	-6,7	-3,1
Renminbi chino	13,6	8,570	-6,2	-12,8	-4,5
Yen japonés	8,3	108,200	-4,8	-19,0	-6,9
Franco suizo	6,4	1,260	-5,0	-15,1	-8,6
Zloty polaco	4,9	3,840	-3,6	-6,3	-3,8
Corona sueca	4,9	8,840	-3,3	-13,2	-7,3
Corona checa	4,1	24,390	-0,9	-7,2	-3,5
Won coreano	3,9	1.445,890	-6,8	-13,0	-5,6
Forint húngaro	3,1	275,570	-0,1	2,1	0,0
TCEN <sup>2)</sup>		100,500	-4,3	-10,3	-4,0

Fuente: BCE.

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

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

respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón siguió situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente. El 1 de enero de 2011, Estonia adoptó el euro y se convirtió en el país miembro número 17 de la zona del euro. El tipo de cambio de conversión entre la corona estonia y el euro se fijó, con carácter irrevocable, en 15,6466 coronas por euro, es decir, la paridad central de la corona en el MTC II (véase también el recuadro 2, titulado «Estonia adopta el euro»).

## Recuadro 2

### ESTONIA ADOPTA EL EURO

El 1 de enero de 2011, Estonia adoptó el euro, convirtiéndose en el país miembro número 17 de la zona del euro. El tipo de conversión entre la corona estonia y la moneda única se fijó, con carácter irrevocable, en 15,6466 coronas por euro. Esta fue la paridad central de la moneda estonia frente al euro durante el período en el que el país participó en el Mecanismo de Tipos de Cambio II (MTC II).

Estonia es una economía muy pequeña en comparación con el resto de la zona del euro, por lo que los datos macroeconómicos agregados de la zona no variarán significativamente tras esta última ampliación (véase cuadro).

El PIB de Estonia solo representa alrededor del 0,2% del PIB de la zona del euro ampliada. En 2009, el PIB per cápita de este país, expresado en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), se situó ligeramente por debajo del 60% de la media de la zona. Durante varios años, Estonia fue una de las economías de la UE que creció a un ritmo más rápido. No obstante, la fuerte expansión económica, que mostró claras señales de recalentamiento entre 2005 y 2007, demostró ser insostenible, y la actividad económica experimentó un acusado cambio de sentido y una fuerte contracción en 2009. El ajuste económico que se puso en marcha en este país ha contribuido a la corrección de algunos de los

## Principales características económicas de Estonia y de la zona del euro

	Período de referencia	Unidades	Zona del euro excl. Estonia	Zona del euro incl. Estonia	Estonia
<b>Población y actividad económica</b>					
Población total <sup>1)</sup>	2010	millones	330,0	331,3	1,3
PIB	2009	mm de euros	8.955,7	8.969,9	13,9
PIB per cápita	2009	miles de euros	27,2	27,1	10,3
PIB per cápita (PPA)	2009	ZE 16=100	100,0	99,8	57,9
PIB (porcentaje del PIB mundial) <sup>2)</sup>	2009	%	15,1	15,1	0,0
<b>Valor añadido por actividad económica<sup>3)</sup></b>					
Agricultura, pesca, silvicultura	2009	% del total	1,6	1,6	2,6
Industria (incluida construcción)	2009	% del total	24,2	24,2	26,4
Servicios (incluidos servicios no de mercado)	2009	% del total	74,2	74,2	71,0
<b>Indicadores monetarios y financieros</b>					
Crédito al sector privado <sup>4)</sup>	2009	% del PIB	146,1	146,0	107,2
Capitalización del mercado bursátil <sup>5)</sup>	2009	% del PIB	49,3	49,2	2,6
<b>Comercio exterior</b>					
Exportaciones de bienes y servicios <sup>6)</sup>	2009	% del PIB	19,7	19,7	69,9
Importaciones de bienes y servicios <sup>6)</sup>	2009	% del PIB	18,9	18,8	64,3
Balanza por cuenta corriente <sup>6)</sup>	2009	% del PIB	-0,6	-0,5	4,5
<b>Mercado de trabajo <sup>7)</sup></b>					
Tasa de actividad <sup>8)</sup>	2010 III	%	71,4	71,4	73,7
Tasa de paro	2010 III	%	9,8	9,8	15,7
Tasa de ocupación <sup>8)</sup>	2010 III	%	64,4	64,4	62,1
<b>Administraciones Públicas</b>					
Superávit (+) o déficit (-)	2009	% del PIB	-6,3	-6,3	-1,7
Ingresos	2009	% del PIB	44,5	44,5	43,4
Gastos	2009	% del PIB	50,8	50,8	45,1
Deuda bruta	2009	% del PIB	79,2	79,1	7,2

Fuentes: Eurostat, FMI, Comisión Europea, BCE y cálculos del BCE.

1) Media anual estimada.

2) Los porcentajes del PIB se basan en una valoración del PIB del país en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA).

3) Basado en el valor añadido bruto nominal a precios básicos.

4) Incluye los préstamos, las tenencias de valores distintos de acciones y las tenencias de acciones y otras participaciones.

5) Definida como el saldo vivo total de las acciones cotizadas, excluidos los fondos de inversión y las participaciones en fondos del mercado monetario emitidas por residentes en la zona del euro/Estonia al valor de mercado.

6) Datos de la balanza de pagos. Los datos correspondientes a la zona del euro se compilan sobre la base de las transacciones con residentes de países no pertenecientes a la zona (es decir, excluidos los flujos intra zona). En el caso de Estonia, los datos incluyen las transacciones con residentes en el resto del mundo (es decir, incluidas las transacciones con la zona del euro).

7) En relación con la población en edad de trabajar (es decir, con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años). Datos obtenidos de la encuesta de población activa.

8) Porcentaje de la población en edad de trabajar (es decir, con edades comprendidas entre los 15 y los 64 años).

desequilibrios externos e internos acumulados en los años de crecimiento muy rápido. Más recientemente, la actividad económica ha empezado a recuperarse: el crecimiento interanual del PIB real pasó a ser positivo en el segundo trimestre de 2010 y, en el tercer trimestre, se situó en el 5,1%.

La estructura de producción de Estonia es similar, en términos generales, a la de la zona del euro. En la economía estonia, el sector servicios contribuye con un 71% al valor añadido total, y la participación de la industria (incluida la construcción) alcanza el 26,4%. La contribución del sector agrícola al valor añadido total es ligeramente más alta que en el resto de la zona del euro. Además, Estonia es una economía muy abierta y el resto de la zona del euro es su principal socio comercial, que concentra el 34,2% de sus exportaciones totales y el 38,5% de sus importaciones totales. Otros socios comerciales importantes son Letonia, Lituania, Rusia y Suecia.

El sector financiero se basa, principalmente, en los bancos. El crédito bancario a residentes distintos de las Administraciones Públicas representó el 107,2% del PIB en 2009. Los grupos bancarios del

norte de Europa dominan el sector bancario. El sector financiero no bancario desempeña un papel más limitado en Estonia que en el resto de la zona del euro. Esto se refleja, por ejemplo, en la capitalización del mercado bursátil, que es baja en comparación con la zona del euro. Por otra parte, el sistema financiero de este país se caracteriza por la ausencia de un mercado desarrollado de renta fija a largo plazo denominado en coronas estonias, lo que principalmente se debe al reducido nivel de deuda pública.

Como consecuencia del fuerte ajuste económico de los últimos años, la tasa de paro de Estonia es elevada, y en el tercer trimestre de 2010 se situó en el 15,7%, en promedio, en comparación con el 9,8% de la zona del euro en ese mismo período. Aunque la tasa de actividad en Estonia se ha mantenido por encima del nivel del resto de la zona del euro, actualmente, la tasa de ocupación es inferior a la media de la zona.

Tras registrar una serie de superávits o resultados presupuestarios próximos al equilibrio entre 2000 y 2007, se han registrado desde entonces déficits públicos. No obstante, como consecuencia de la aplicación de una política fiscal restrictiva, el déficit se mantuvo en niveles moderados en 2009, en el 1,7% del PIB, el tercero más bajo entre los Estados miembros de la UE y bastante inferior al déficit medio de la zona del euro, que asciende al 6,3% del PIB. La ratio de deuda pública en relación con el PIB aumentó hasta el 7,2% en 2009. Estonia es uno de los pocos países de la UE que actualmente no está sujeto a un procedimiento de déficit excesivo.

Para beneficiarse plenamente de las ventajas del euro y permitir el funcionamiento eficiente de los mecanismos de ajuste el área monetaria ampliada, Estonia debe aplicar políticas plenamente orientadas a asegurar la sostenibilidad de su proceso de convergencia. Desde la perspectiva del BCE, es esencial que las autoridades estonias fomenten un entorno de inflación reducida en los próximos años y que, en caso necesario, actúen de manera contundente. A corto plazo, tras la introducción del euro, se ha de asegurar que la conversión de los precios de coronas a euros no afecte al nivel de precios.

De cara al futuro, es importante que la economía estonia mantenga una senda sostenible de convergencia económica. A tal fin, las políticas económicas no monetarias deben permitir que la economía haga frente a las perturbaciones específicas del país y que se evite la reaparición de los desequilibrios macroeconómicos. Se ha de destacar que las autoridades estonias han subrayado su compromiso de lograr un entorno económico que propicie un crecimiento sostenible del producto y del empleo, con una situación macroeconómica equilibrada, incluida la estabilidad de precios. Concretamente, esto supone: (i) mantener unas políticas fiscales prudentes; (ii) continuar las reformas estructurales para mejorar la competitividad en términos de costes y aumentar la productividad, y (iii) adoptar las políticas apropiadas en el sector financiero para garantizar la estabilidad financiera y evitar la acumulación de desequilibrios. La adhesión a este compromiso, sustentado en la política monetaria del BCE orientada a la estabilidad, constituye la mejor manera de lograr un crecimiento económico sostenible, la creación de empleo y la cohesión social en Estonia.

#### 1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

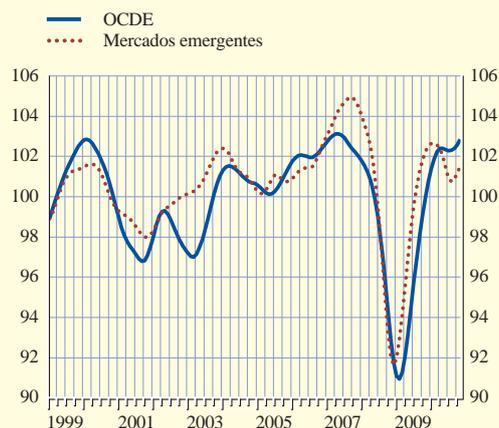
La evidencia más reciente basada en las encuestas confirma que la recuperación de la economía mundial se afianzó en el último trimestre de 2010. El indicador sintético adelantado de la OCDE correspondiente a noviembre aumentó en comparación con octubre, lo que indica que el crecimiento en los países de la OCDE ha vuelto a cobrar impulso (véase gráfico 6). De cara al futuro, se prevé que el crecimiento, a

nivel mundial, se fortalezca gradualmente, respaldado por una mayor normalización de las condiciones de financiación en un entorno de políticas monetarias acomodaticias.

Los riesgos para la actividad mundial se inclinan ligeramente a la baja y la incertidumbre sigue siendo elevada. Por un lado, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otra parte, la inquietud respecto a las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales siguen siendo motivos de preocupación.

**Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un aumento en noviembre. Esta evolución se debió fundamentalmente a que las cesiones temporales registraron una entrada elevada ese mes, que probablemente fue excepcional y que, a su vez, tuvo su origen, principalmente, en las operaciones interbancarias realizadas a través de plataformas de negociación que se contabilizaron como parte del sector tenedor de dinero. Si se considera más allá de este efecto, los datos más recientes indican una recuperación continuada, aunque modesta, del crecimiento monetario y de los préstamos, y confirman la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. La evolución por sectores sugiere que el crecimiento de los préstamos al sector privado se está viendo favorecido de manera creciente por el repunte de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras. Por último, los principales activos de las IFM registraron un crecimiento moderado en noviembre, observándose un flujo de entrada significativo en el crédito al sector privado de la zona del euro.

### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 experimentó un acusado incremento y se situó en el 1,9% en noviembre, desde el 0,9% de octubre (véase gráfico 7). La mitad de este ascenso se debió a efectos de base, y la otra mitad reflejó un pronunciado aumento intermensual, el 0,5%, que en gran parte tuvo su origen en el auge de la actividad de negociación interbancaria con garantías a través de entidades de contrapartida central, operaciones que se registran como cesiones temporales por parte de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF). Si se excluyen estas operaciones de cesión temporal, el crecimiento intermensual de M3 no habría sido del 0,5%, sino solo ligeramente positivo. Por tanto, los datos más recientes sobreestiman el ritmo de la recuperación observado recientemente en el crecimiento monetario de la zona del euro.

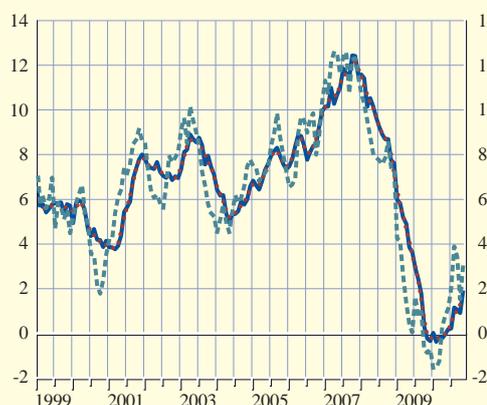
La evolución de M3 y de sus principales componentes sigue reflejando la configuración actual de los tipos de interés. La pendiente de la curva de rendimientos ha vuelto a aumentar recientemente, lo que supone que los activos monetarios incluidos en M3 han perdido parte de su atractivo frente a activos a más largo plazo no incluidos en este agregado monetario, que están mejor remunerados. Al mismo tiempo, el persistente diferencial positivo entre los tipos de interés de los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista ha contribuido a que continúe estrechándose la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de M1, que ha pasado a ser menos positiva, y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (esto es, M2 menos M1), que se ha tornado menos negativa.

En cuanto a las contrapartidas, el marcado fortalecimiento observado en el crecimiento interanual de M3 en noviembre quedó reflejado en un au-

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

- M3 (tasa de crecimiento interanual)
- ... M3 (media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual)
- - - M3 (tasa de crecimiento semestral anualizada)



Fuente: BCE.

mento significativo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Gran parte de esta expansión tuvo su origen en el incremento de la contribución de los préstamos a OIF, aunque los datos más recientes también continúan proporcionando evidencia de que el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras se está recuperando gradualmente (si bien las tasas de crecimiento todavía se mantienen en niveles negativos) y de que el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en tasas moderadamente positivas.

Los principales activos que mantienen las IFM de la zona del euro registraron un incremento moderado en noviembre. No obstante, si se considera más allá de la volatilidad de la evolución mensual, el tamaño de los balances de las IFM fue estable, en general, en 2010. Esta estabilidad ocultó acusados descensos de los préstamos entre IFM y de las tenencias de activos exteriores, mientras que el crédito al sector privado continuó expandiéndose.

### **PRINCIPALES COMPONENTES DE M3**

La evolución de los componentes de M3 siguió caracterizándose por el estrechamiento de la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de M1, que siguió siendo positiva pero descendió, y las tasas de crecimiento interanual de los otros depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables, que fueron negativas, aunque registraron un incremento.

En particular, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó considerablemente y se situó en el -0,9% en noviembre, desde el -7,6% de octubre, debido, en gran parte, al incremento de las operaciones interbancarias con garantías a través de entidades de contrapartida central, operaciones que se registran como cesiones temporales por el sector de OIF. No obstante, el impulso al alza de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables sigue siendo patente si los datos se corrigen por este efecto, ya que en noviembre reflejó también nuevas compras de participaciones en fondos del mercado monetario y de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, tras las salidas que se han producido en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a descender ligeramente y se situó en el 4,6% en noviembre, desde el 4,9% de octubre. Esta caída fue moderada si se compara con la evolución observada en meses anteriores, pero oculta una salida mensual significativa en los depósitos a la vista. La reducción del crecimiento de este agregado monetario ha estado impulsada, en gran medida, por la configuración actual de los tipos de interés: la remuneración de los depósitos a la vista se ha mantenido relativamente estable, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo y la de los depósitos a más largo plazo ha experimentado un aumento, incrementando con ello el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta situarse en el -0,4% en noviembre, desde el -1,2% de octubre, como consecuencia del aumento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años), mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) no experimentó variaciones. Esta mejora de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo reflejó un efecto de base, ya que en esta categoría de depósitos se registraron salidas abultadas en noviembre. Estas salidas fueron generalizadas en los distintos países y sectores, y pueden tener su origen en la reasignación de fondos desde este activo monetario, tras la reciente ampliación del diferencial entre su remuneración y la de los activos financieros a más largo plazo. Las entradas en los depósitos de ahorro a corto plazo experimentaron un ligero descenso en noviembre, aunque siguieron siendo elevadas.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, experimentó un acusado aumento en noviembre, hasta el 3,5%, desde el 2,9% de octubre. Una vez más, esta evolución refleja, fundamentalmente, un pronunciado incremento de la contribución de los OIF, resultante del aumento de las operaciones de cesión temporal anteriormente mencionado. La mayor parte de la mejora del crecimiento de M3 sigue siendo atribuible a los OIF, y las cesiones temporales han sido el principal factor determinante del incremento de las tenencias de depósitos de M3 por parte de este sector. Las contribuciones de los hogares y de las sociedades no financieras se mantuvieron estables, en niveles positivos, en noviembre. No obstante, aunque la contribución del sector de sociedades no financieras se ha mantenido estable, en líneas generales, desde junio, la de los hogares ha aumentado sustancialmente en este período.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro experimentó un nuevo incremento y se situó en el 3,8% en noviembre, desde el 3,1% de octubre (véase cuadro 2). Como parte de esta evolución, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas volvió a elevarse ligeramente en noviembre, hasta el 12,7%, tras haber registrado un aumento pronunciado en octubre como consecuencia de operaciones relacionadas con la transferencia de activos de las IFM a un «banco malo» alemán (para una descripción del impacto de estas transferencias sobre el crédito otorgado por las IFM al sector privado de la zona del euro, véase el recuadro 3).

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro se incrementó considerablemente y se situó en el 1,9% en noviembre, desde el 1,2% de octubre, con un aumento de las contribuciones tanto de los préstamos como de los valores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se elevó hasta el 2%, desde el 1,5% de octubre, si bien este incremento fue sobrevalorado, en cierta medida, por las cesiones temporales anteriormente mencionadas, que generan

**Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Oct	2010 Nov
<b>M1</b>	<b>49,1</b>	<b>12,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>7,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>
Efectivo en circulación	8,4	7,5	6,2	6,4	6,6	5,8	5,7
Depósitos a la vista	40,8	13,3	12,4	11,1	8,1	4,7	4,4
<b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>	<b>39,0</b>	<b>-7,6</b>	<b>-8,2</b>	<b>-8,0</b>	<b>-5,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-22,0	-22,7	-21,5	-16,1	-8,8	-7,5
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,1	15,8	13,3	10,3	8,3	7,3	7,3
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
<b>M3 - M2 (= instrumentos negociables)</b>	<b>11,8</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7,6</b>	<b>-0,9</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		14,2	9,9	9,2	7,8	12,0	12,7
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,1	3,7	6,7	6,5	13,3	19,2
Crédito al sector privado		0,9	0,3	0,2	0,8	1,2	1,9
Préstamos al sector privado		-0,6	-0,4	0,2	1,0	1,5	2,0
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		0,3	-0,2	0,2	1,0	1,7	2,4
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>

Fuente: BCE.

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

un aumento de los préstamos a los OIF. Al mismo tiempo, en noviembre se observó un incremento relativamente acusado de las operaciones de titulización, que redujo el flujo mensual de préstamos al sector privado. El hecho de que casi la totalidad de los valores generados en este proceso quedaran retenidos por las IFM originadoras también explica gran parte del ascenso de las tenencias de valores del sector privado por parte de las IFM registrado en noviembre.

### Recuadro 3

#### REEVALUACIÓN DEL IMPACTO DE LAS TRANSFERENCIAS DE ACTIVOS A LOS «BANCOS MALOS» SOBRE EL CRÉDITO DE LAS IFM AL SECTOR PRIVADO DE LA ZONA DEL EURO

La crisis financiera ha llevado a algunos países de la zona del euro a crear esquemas de «bancos malos» para que las entidades de crédito puedan dar de baja de sus balances los activos con grave riesgo de deterioro de su valor o aquellos que son difíciles de valorar. En un Boletín Mensual anterior publicado antes de que se pusieran en marcha estos esquemas se presentó una descripción sencilla de las repercusiones que se esperaba que tuvieran en las estadísticas de balances de las IFM<sup>1</sup>. Desde entonces, se han producido cuantiosas transferencias a tres esquemas, que han afectado a las carteras de préstamos y de valores, y a entidades receptoras que no pertenecen al sector IFM. En este recuadro se resumen los principales efectos de las transferencias, centrándose en el crédito al sector privado de la zona del euro<sup>2</sup>.

#### La importancia de realizar un análisis cuidadoso del crédito de las IFM al sector privado

La atención que se presta al crédito concedido por las IFM al sector privado se debe a que la evolución de los préstamos bancarios contribuyó significativamente a la valoración del carácter de la expansión monetaria. El análisis del crecimiento del crédito de las IFM también proporciona información sobre el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y sobre las condiciones de financiación en la economía. Como resultado, dicho análisis ha tenido especial importancia desde la perspectiva de política monetaria durante la crisis financiera.

En este contexto, es importante identificar los cambios registrados en el crecimiento del crédito de las IFM al sector privado que reflejen simples operaciones de gestión de activos o pasivos por parte de IFM concretas. En general, tales operaciones no están relacionadas con el flujo efectivo del crédito hacia el sector privado, siendo el ejemplo más destacado la titulización real (o fuera de balance) de las carteras de préstamos<sup>3</sup>. El marco estadístico del Eurosistema permite que se cuantifique el efecto de la titulización real y otras ventas de préstamos sobre el crecimiento de los préstamos de las IFM, y se publica regularmente una serie estadística ajustada por estos efectos<sup>4</sup>. Como las transferen-

- 1 Véase el recuadro titulado «El impacto de los bancos malos sobre las estadísticas de balances de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2010.
- 2 A efectos de este recuadro, el «sector privado de la zona del euro» comprende todos los sectores residentes a excepción del sector IFM y el sector Administraciones Públicas, mientras que «crédito» se refiere a la financiación proporcionada por estos sectores en forma de préstamos o valores de renta fija.
- 3 En sentido estricto, ello exige que tras la titulización de los préstamos estos sean dados de baja del balance de las IFM originadoras, lo que no siempre ocurre. Para más información, véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2005, y el recuadro titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2008.
- 4 Véase el recuadro titulado «Publicación de los préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2009. Más recientemente, se ha puesto a disposición del público, a través del Statistical Data Warehouse del BCE, una desagregación que distingue entre el efecto de las ventas y las titulizaciones de los préstamos a hogares y el efecto de los préstamos a sociedades no financieras (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).

cias de las carteras de préstamos a los bancos malos son un tipo de venta de préstamos, su impacto se elimina de los datos publicados sobre los préstamos de las IFM en la serie «ajustada de ventas y titulizaciones». Sin embargo, dado el carácter específico y no recurrente de estas transferencias, en la siguiente sección se trata el impacto que tienen las transferencias a los bancos malos sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, que constituye la principal categoría de préstamos afectada por los esquemas actuales<sup>5</sup>.

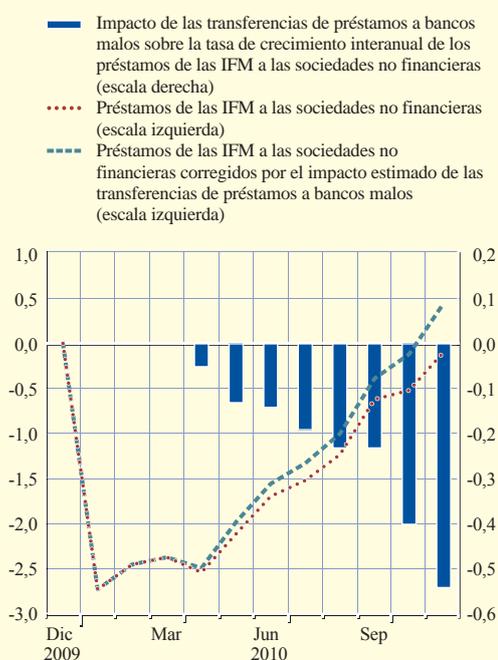
### El impacto de las transferencias de activos a los bancos malos sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

Se estima que las transferencias de préstamos de las carteras de las IFM a los bancos malos han reducido la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras de la zona del euro en, aproximadamente, 0,5 puntos porcentuales a finales de noviembre de 2010 (véase gráfico A)<sup>6</sup>. Este dato está ligeramente por debajo del impacto máximo de 0,75 puntos porcentuales que se esperaba en el recuadro publicado en marzo de 2010 y que se basaba en la información disponible sobre los bancos malos de la zona del euro a principios de 2010. La diferencia se debe fundamentalmente a que las transferencias comenzaron a realizarse más tarde de lo previsto inicialmente. Sin embargo, dado que se han anunciado nuevas transferencias de préstamos, que a finales de noviembre de 2010 aún no se habían llevado a cabo, se prevé que, finalmente, el efecto máximo estimado se confirmará en gran medida.

Como se observa en el gráfico A, es posible identificar un punto de inflexión en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector de sociedades no financieras a principios de 2010, independientemente de si se tiene en cuenta el efecto de las transferencias a los bancos malos. Al mismo tiempo, los datos sin ajustar infravaloran en cierta medida la fortaleza de la recuperación gradual de los préstamos de las IFM a este sector, lo que hace que solo pueda observarse un crecimiento positivo en las series ajustadas.

Gráfico A Impacto de las transferencias a bancos malos sobre los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE y estimaciones del BCE.

5 En 2010, la puesta en marcha de tres esquemas de bancos malos afectó al balance consolidado y agregado del sector IFM de la zona del euro. Dos de estos esquemas se crearon al amparo de la Ley de Estabilización de los Mercados Financieros de Alemania, aprobada en 2008, y un tercer esquema se estableció de conformidad con la Ley sobre la Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA) de Irlanda, aprobada en 2009. En [www.soffin.de](http://www.soffin.de) se encuentra información detallada sobre los esquemas de Alemania, y en [www.nama.ie](http://www.nama.ie), sobre el esquema irlandés.

6 Las transferencias han tenido un impacto mayor en los saldos vivos de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, lo que se debe al hecho de que el valor de la mayor parte de los préstamos transferidos se había reducido mucho antes de que se produjera su transferencia. Como las minusvalías no se consideran operaciones financieras en el sentido estadístico, no afectan a las tasas de crecimiento interanual, ya que las tasas de crecimiento se calculan excluyendo los efectos de las modificaciones en el saldo vivo de préstamos no relacionadas con transacciones. Sin embargo, las minusvalías reducen el volumen de préstamos vivos en el balance de las IFM.

### El impacto sobre los valores de renta fija emitidos por el sector privado de la zona del euro en poder de las IFM

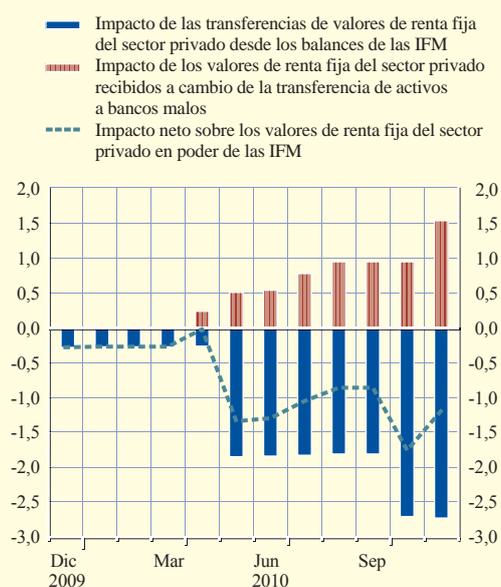
Las transferencias de activos a los bancos malos también han tenido un efecto significativo en los valores de renta fija emitidos por el sector privado de la zona del euro en poder de las IFM, que representan el segundo mayor componente del crédito de las IFM a este sector. Los valores transferidos han sido emitidos principalmente por intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) y se componen principalmente de instrumentos de financiación estructurada como los bonos de titulización de activos y las obligaciones garantizadas por deuda. Las transferencias de valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras han sido mucho menores. La transferencia de valores de renta fija del sector privado a los bancos malos ha reducido significativamente la tasa de crecimiento interanual de las series estadísticas de IFM asociadas, estimándose que el impacto a finales de noviembre de 2010 era de, aproximadamente, 2,75 puntos porcentuales (véase gráfico B)<sup>7</sup>.

Un nuevo impacto tiene su origen en el hecho de que, en un esquema de banco malo concreto, la contrapartida recibida por las entidades de crédito que transfieren activos a cambio de los préstamos que admite este esquema adopta la forma de valores de renta fija emitidos por el banco malo comprador. Dado que en este esquema, el banco malo se clasifica, a efectos estadísticos, como parte del sector OIF, que forma parte del sector privado, los valores de renta fija emitidos por el sector privado en poder de las IFM han aumentado como resultado de las transferencias<sup>8</sup>. Cuando se tiene en cuenta este efecto compensatorio, el impacto neto sobre la tasa de crecimiento interanual de los valores de renta fija del sector privado en el activo de las IFM a fines de noviembre de 2010 se reduce a, aproximadamente, 1,25 puntos porcentuales (véase gráfico B). Añadir este impacto neto a las series estadísticas implicaría que la tasa de crecimiento interanual de estos valores habría sido sistemáticamente positiva desde mediados de 2010. Sin embargo, como ocurre en el caso de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, la realización de este ajuste no modificaría la dirección de la evolución de la tasa de crecimiento interanual o el momento en que se produce el punto de inflexión.

Si bien en este recuadro se examina únicamente el impacto que tienen las transferencias de activos a los bancos malos sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro, cabe observar que estas operaciones han tenido también un efecto sustancial en otras partidas del balance de las IFM. Por ejemplo, muchos de los valores transferidos han sido activos (en forma de préstamos y de tenen-

**Gráfico B Impacto de las transferencias a bancos malos sobre la tasa de crecimiento interanual de los valores de renta fija del sector privado de la zona del euro en poder de IFM**

(puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.

7 A diferencia de lo que ocurre con los préstamos al sector privado, el BCE no publica regularmente una serie estadística de los valores de renta fija del sector privado en poder de las IFM, ajustada de ventas y titulizaciones, dado el carácter intrínsecamente comerciable de estos activos.

8 En los demás casos, el banco malo se clasifica como parte del sector de Administraciones Públicas.

cias de valores de renta fija) frente a entidades no residentes en la zona del euro. Ello ha tenido un notable efecto moderador sobre los activos exteriores en poder de las IFM. Además, algunos de los valores transferidos han sido activos frente a las Administraciones Públicas de la zona del euro. No obstante, una proporción aún mayor de las contraprestaciones recibidas ha adoptado la forma de activos con una mejor calificación crediticia frente al mismo sector, sobre todo en forma de valores de renta fija emitidos por los bancos malos compradores de los activos, lo que ha generado un incremento neto total del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas. Por otra parte, algunas de las operaciones con bancos malos han afectado a los balances de las IFM que incluyen varios países de la zona del euro y a los balances agregados de las IFM de más de un país de la zona del euro<sup>9</sup>. Este hecho subraya la importancia de considerar la zona del euro en su conjunto al examinar los efectos de las transferencias de activos a los bancos malos.

### Conclusiones

El detallado análisis de la evolución del crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro es parte fundamental del análisis monetario basado en un amplio conjunto de indicadores. Este recuadro muestra que las transferencias de activos a los bancos malos han tenido un efecto significativo sobre dos de los principales componentes del crédito de las IFM al sector privado —es decir, los préstamos a las sociedades no financieras y las tenencias de valores de renta fija del sector privado— pero no alteran la evaluación de la dinámica del crédito efectuada sobre la base de datos sin ajustar. De cara al futuro, el volumen relativamente reducido de transferencias contemplado en los esquemas de bancos malos actuales que todavía no se había completado a finales de noviembre implica un nuevo efecto moderador sobre los balances de las IFM en los próximos meses.

9 Para consultar las estadísticas sobre los balances agregados de las IFM de los distintos países, véase la sección «Statistics» en el sitio web del BCE ([http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/outstanding\\_amounts\\_index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/outstanding_amounts_index.en.html)).

Además del aumento de los préstamos concedidos a los OIF, el incremento observado en noviembre en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados al sector privado reflejó también la conti-

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

nuada recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, que se situó en el -0,1% en noviembre, desde el -0,5% de octubre (véase cuadro 3). El flujo mensual de préstamos a las sociedades no financieras fue positivo en noviembre y, en comparación con la evolución observada en octubre, este aumento fue generalizado en todos los plazos de vencimiento. Hasta ahora, el repunte del crecimiento de los préstamos a este sector ha sido moderado y posiblemente refleje que la recuperación económica está siendo desigual en los distintos países y sectores económicos de la zona del euro, así como diferencias en la medida en que los sectores individuales necesitan —y pueden— recurrir a los préstamos bancarios, en lugar de financiarse mediante fondos internos o mediante la financiación en los mercados.

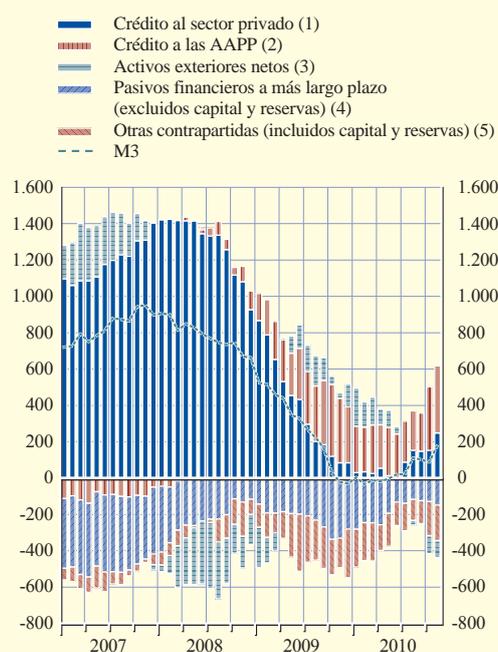
En cuanto a los préstamos a los hogares, la tasa de crecimiento interanual se redujo ligeramente y se situó en el 2,7% en noviembre (desde el 2,9% de octubre), debido principalmente a una expansión algo más débil de los préstamos para adquisición de vivienda. En general, los datos de los últimos meses apuntan a la estabilización del crecimiento de los préstamos a este sector, pero si se tiene en cuenta la baja del balance de préstamos que se ha producido en el contexto de las operaciones de titulización, la tasa de crecimiento sigue una moderada tendencia al alza. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos a los hogares también volvió a experimentar un leve descenso y fue del 2,3% en noviembre, mientras que la del crédito al consumo pasó a ser menos negativa y se situó en el -0,4% ese mes. Estas dos modalidades de préstamo han alternado flujos mensuales positivos y negativos en los últimos meses, y actualmente no señalan una tendencia clara.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó ligeramente por tercer mes consecutivo en noviembre. Este incremento fue consecuencia de una entrada significativa en los depósitos a más de dos años, que fue atribuible, en su mayor parte, a los reajustes asociados a operaciones de titulización en las que los préstamos no se dan de baja del balance. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM que mantiene el sector tenedor de dinero se mantuvo estable, en líneas generales, aunque se registró un flujo mensual positivo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas solo experimentó un ligero incremento y se situó en el 7,2% en noviembre (desde el 6,9% de octubre), ya que el impacto de la recapitalización a gran escala de entidades de crédito en algunos países de la zona del euro en noviembre quedó compensado con creces por un efecto de base.

En la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron flujos interanuales de salida por importe de 92 mm de euros en noviembre, en comparación con una salida de 98 mm de euros en octubre (véase gráfico 8). Los flu-

**Gráfico 8 Contrapartidas de M3**

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



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

jos negativos observados, en términos interanuales, en los activos exteriores netos reflejan la persistencia de flujos interanuales de salida de estos activos (concretamente de los valores distintos de acciones), mientras que los flujos interanuales de pasivos exteriores han pasado a ser ligeramente positivos en los últimos meses.

En general, si se considera más allá de los factores especiales relacionados con las cesiones temporales, los datos más recientes apuntan a que continúa la modesta recuperación del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro, y sigue siendo válida la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria están contenidas.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*En líneas generales, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo estable en octubre 2010, habida cuenta de que la pausa observada en la contracción de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM compensó la disminución del crecimiento registrada en otros sectores. En concreto, la persistente moderación en la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de sociedades no financieras puede reflejar la normalización en curso de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente, aunque todavía se mantuvo contenida.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En octubre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro, que fue del 3,2%, se mantuvo estable, en general, en comparación con el mes precedente (véase cuadro 4). Mientras que la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se ha recuperado en los últimos meses, la emisión de estos valores a largo plazo prácticamente no se ha modificado. Concretamente, el ritmo de disminución de la emisión de valores a corto plazo siguió mo-

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Octubre 2010	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Sep	2010 Oct
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>15.784</b>	<b>9,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>
IFM	5.267	2,9	1,6	0,5	-0,5	-0,3	0,1
Instituciones financieras no monetarias	3.229	19,5	7,6	2,9	0,8	0,6	0,4
Sociedades no financieras	853	16,5	14,8	15,1	10,3	8,7	8,5
Administraciones Públicas	6.436	12,7	9,9	8,3	7,6	6,9	6,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.995	12,9	9,9	8,1	7,1	6,2	6,2
Otras Administraciones Públicas	441	10,5	10,5	11,4	15,3	16,6	16,0
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>4.530</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
IFM	514	8,9	8,3	6,6	5,2	5,1	7,3
Instituciones financieras no monetarias	332	2,7	5,4	5,2	4,2	4,0	4,0
Sociedades no financieras	3.683	1,9	1,9	1,5	1,0	0,9	0,8

Fuente: BCE.

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

derándose y la tasa de crecimiento se situó en el  $-3,9\%$  en octubre, aproximadamente un punto porcentual por encima de la de septiembre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se mantuvo en torno al  $4,1\%$ . La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, se redujo hasta el  $3,3\%$  en octubre, desde el  $3,6\%$  de septiembre, como consecuencia de la contracción observada en todos los sectores excepto en las Administraciones Públicas (véase gráfico 9). En particular, la emisión por parte de este sector aumentó hasta el  $7,9\%$  en octubre, lo que supone un incremento de más de un punto porcentual con respecto al mes anterior.

En cuanto a la estructura de vencimientos, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo continuó la tendencia a la baja registrada durante el año pasado, y en octubre se situó por debajo del  $7\%$ . Ese mes, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a tipo de interés variable aumentó hasta el  $-0,5\%$ . De igual modo, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo también se mantuvo en niveles negativos en octubre, como fue el caso durante el año pasado, aumentó un punto porcentual con respecto a septiembre y fue del  $-3,9\%$ .

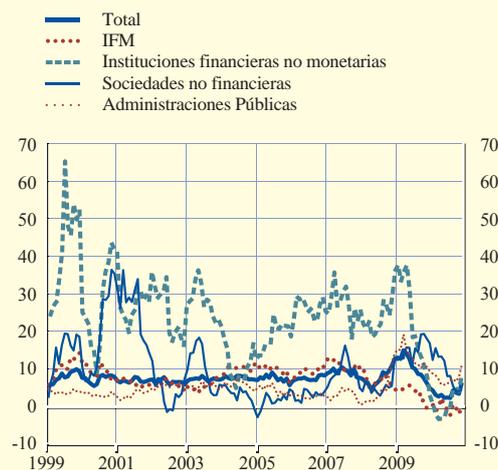
Desde una perspectiva sectorial, la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras y por las Administraciones Públicas continuó moderándose ligeramente con respecto a los elevados niveles registrados en los últimos meses. En octubre, el crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores por las sociedades no financieras de la zona del euro descendió ligeramente y se situó en el  $8,5\%$ . La caída de la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo quedó compensada, en parte, por el aumento de la emisión neta de valores a corto plazo. La moderación que está experimentando la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras puede deberse, en cierta medida, a la normalización de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses.

El endeudamiento del sector público siguió siendo elevado en octubre. Ese mes, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas experimentó solo un ligero descenso, hasta el  $6,8\%$ , desde el  $6,9\%$  del mes anterior. Esta intensa actividad de emisión de deuda significa que las necesidades de financiación del sector público de la zona del euro siguen siendo considerables.

En cuanto al sector financiero, los datos disponibles muestran que el saldo de la deuda de mercado de las IFM prácticamente no se ha modificado, en términos interanuales, en comparación con septiembre, tras la contracción registrada desde mayo. Por último, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las instituciones financieras no monetarias se redujo hasta el  $0,4\%$  en octubre, desde el  $0,6\%$  de septiembre.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



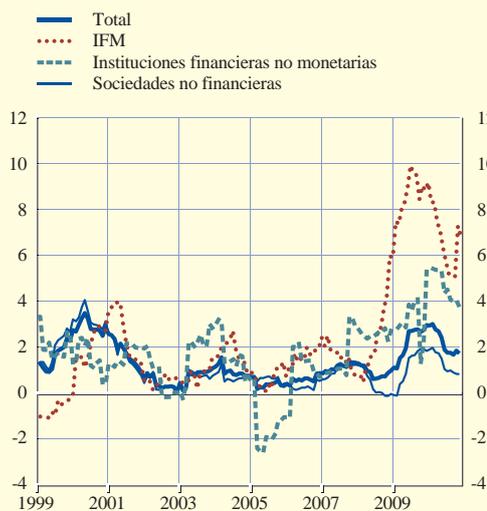
Fuente: BCE.

## ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual del total de acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro se incrementó hasta situarse en torno al 1,9% en octubre, frente al 1,7% del mes precedente, principalmente como consecuencia de la intensa actividad emisora por parte de las IFM (véase gráfico 10). Ciertamente, en comparación con septiembre, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por el citado sector aumentó más de dos puntos porcentuales y se situó en el 7,3% en octubre. La intensa emisión de acciones por las IFM refleja los esfuerzos que están haciendo muchas entidades de crédito de la zona por fortalecer sus balances reforzando sus bases de capital. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras no monetarias prácticamente no se modificó y fue del 0,8% y el 4%, respectivamente.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

## 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario experimentaron un ligero descenso entre principios de diciembre de 2010 y comienzos de enero de 2011, aunque se mantuvieron en niveles relativamente elevados en comparación con los observados en 2010. En el período de mantenimiento que comenzó el 8 de diciembre de 2010, el EONIA continuó situándose en un nivel más elevado al inicio del período, antes de disminuir gradualmente hacia el final.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un ligero descenso entre principios de diciembre de 2010 y comienzos de enero de 2011, aunque se mantuvieron en niveles relativamente estables durante ese período. El 12 de enero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,75%, el 1%, el 1,23% y el 1,51%, respectivamente, es decir unos 6, 3, 3 y 2 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de diciembre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se incrementó alrededor de 4 puntos básicos en ese período (véase gráfico 11).

Entre el 1 de diciembre y el 12 de enero, el tipo de interés del mercado monetario obtenido del índice de los swaps del EONIA a tres meses se redujo más que el tipo sin garantías correspondiente. El 12 de enero, el tipo swap del EONIA a tres meses se situó en el 0,63%, unos 7 puntos básicos por debajo del nivel observado el 1 de diciembre. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente aumentó hasta situarse en unos 37 puntos básicos el 12 de enero, alrededor de 4 puntos básicos por encima del nivel del 1 de diciembre.

El 12 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2011 se situaron en el 1,08%, el 1,22%,

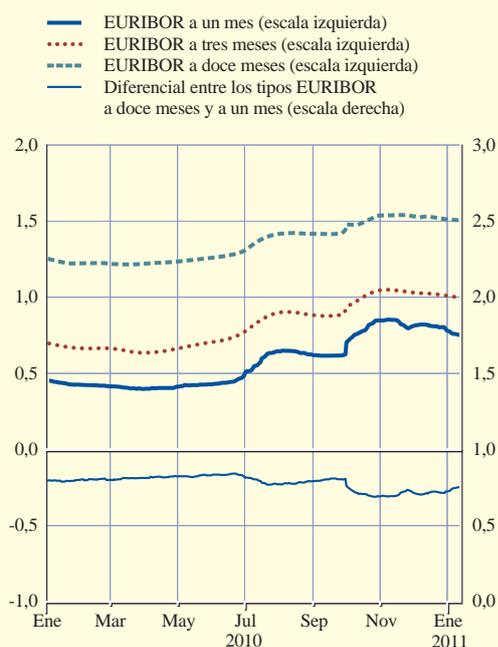
el 1,36% y el 1,52%, respectivamente, lo que representa descensos de unos 7 y 2 puntos básicos para los dos primeros contratos, y de 3 y 7 puntos básicos para los dos últimos, en comparación con los niveles observados el 1 de diciembre, lo que hizo que la pendiente de la curva de tipos *forward* aumentara su inclinación.

La evolución del EONIA durante el duodécimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 8 de diciembre, fue similar a la observada en los dos períodos de mantenimiento anteriores, en los que el EONIA se estabilizó en niveles más elevados al principio del período, antes de disminuir gradualmente hacia el final. Este patrón está impulsado por el deseo de los participantes en el mercado de adelantar la provisión de liquidez, y se ha hecho más evidente desde el vencimiento de la segunda operación de financiación a plazo más largo a un año (OFPML) a finales de septiembre de 2010, con un descenso del exceso de liquidez. Más concretamente, el EONIA se incrementó desde el 0,47% registrado el 1 de diciembre hasta el 0,74% el 8 de diciembre, fecha de inicio del período de mantenimiento, antes de disminuir progresivamente hasta situarse en el 0,38% el 12 de enero (período que finalizó el 18 de enero). El 31 de diciembre, este patrón se vio interrumpido por un aumento temporal, hasta el 0,82%, debido al efecto de fin de año (véase gráfico 12).

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 7, 14, 21 y 28 de diciembre de 2010 y el 4 y el 11 de enero de 2011, el BCE adjudicó 197,3 mm de euros, 187,8 mm de euros, 193,5 mm de euros, 227,9 mm de euros, 195,7 mm de euros y 180,1 mm de euros, respectivamente. El BCE también llevó a cabo dos OFPML en diciembre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a plazo especial el 7 de diciembre con plazo de vencimiento de un

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

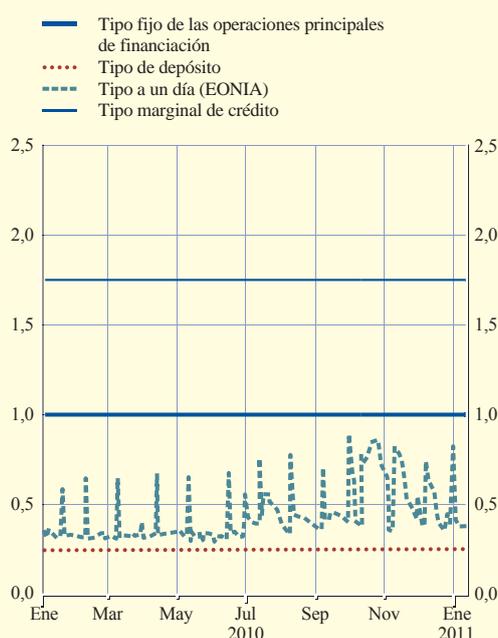
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 68,1 mm de euros), y una OFPML a tres meses el 22 de diciembre (en la que se adjudicaron 149,5 mm de euros). Además, el BCE llevó a cabo una operación de absorción de liquidez el 22 de diciembre en forma de una operación puente a 13 días en la que se adjudicaron 20,6 mm de euros. Por otra parte, el BCE realizó seis operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 7, 14, 21 y 28 de diciembre y 4 y 11 de enero aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. En la última de estas operaciones, el BCE absorbió 74 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas hasta el 7 de enero, inclusive.

En consonancia con unos niveles algo más elevados de exceso de liquidez observados durante el período de mantenimiento más reciente, el recurso medio diario a la facilidad de depósito aumentó hasta 61,6 mm de euros en el período comprendido entre el 8 de diciembre y el 12 de enero, frente a los 44,7 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En diciembre de 2010 y a comienzos de enero de 2011, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y el de los bonos estadounidenses a largo plazo se elevó, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de las medidas anunciadas por el Gobierno de Estados Unidos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se estrecharon ligeramente en todos los países de la zona del euro, salvo Grecia. Sin embargo, en diciembre los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron registrando fuertes tensiones, que no se limitaron a Grecia, Irlanda y Portugal. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo de diciembre apuntan a un leve aumento de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado (y de las correspondientes primas) en horizontes más dilatados. Los mercados de renta fija continuaron registrando una volatilidad implícita algo elevada a ambos lados del Atlántico.*

En comparación con los niveles observados a finales de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó 30 puntos básicos, hasta situarse en el 3,3% el 12 de enero de 2011, por lo que prosiguió la tendencia al alza iniciada en septiembre de 2010. En Estados Unidos, durante el mismo período el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un incremento de 60 puntos básicos, situándose en el 3,4% el 12 de enero (véase gráfico 13). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se tornó positivo, elevándose desde los -20 puntos básicos registrados a finales de noviembre hasta los cerca de 10 puntos básicos alcanzados el 12 de enero, fecha en la que, en Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años se mantuvo prácticamente sin cambios en el 1,2%. Sin embargo, la volatilidad implícita de ambos mercados fue mucho más alta que la observada a finales de 2009, situándose en niveles similares a los registrados durante las turbulencias financieras de principios de mayo de 2010. Otros indicadores de tensiones en los mercados de renta fija, como las estimaciones de las primas de liquidez de los bonos más seguros y con un elevado volumen de emisión de la zona del euro, muestran que la demanda de bonos seguros y líquidos aumentó en diciembre, aunque se mantuvo por debajo de los niveles registrados durante los episodios de desplazamiento de fondos hacia activos más líquidos observados en mayo de 2010.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA ha estado determinado, en gran medida, por la publicación de datos macroeconómicos positivos, que refle-

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

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

jaban la consolidación de la recuperación económica de la zona. En Estados Unidos, los datos económicos publicados influyeron menos en la evolución del mercado, mientras que el principal factor determinante de la evolución del rendimiento de los bonos fueron las medidas anunciadas por el Gobierno. En particular, el plan fiscal anunciado por la Administración Obama a comienzos de diciembre consistió principalmente en la prolongación de las exenciones fiscales concedidas por la Administración Bush y la prórroga de las prestaciones por desempleo. Se espera que estas medidas tengan un impacto positivo sobre la actividad económica, pero el aumento del rendimiento de los bonos podría también ser reflejo de un deterioro de las perspectivas a largo plazo para la deuda estadounidense.

En diciembre y a primeros de enero, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon ligeramente en todos los países de la zona del euro salvo Grecia. Sin embargo, al igual

que en noviembre, en diciembre los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron registrando fuertes tensiones, que no se limitaron a Grecia, Irlanda y Portugal, sino que se observaron también en otros países de la zona, como España, Italia y Bélgica. Los participantes en el mercado atribuyen el ligero estrechamiento de los diferenciales a la mayor actividad asociada al programa del BCE para los mercados de valores. La información de los mercados de seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) siguió apuntando a la existencia de tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Como resultado de estas tensiones, los CDS de la zona se sitúan actualmente 20 puntos básicos por encima de la media de los CDS de los países de Europa Oriental pertenecientes a la UE.

Tras el anuncio del plan de rescate para Irlanda y el acuerdo para crear un Mecanismo Europeo de Estabilidad permanente alcanzado a finales de noviembre, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon ligeramente. Este estrechamiento no se compensó con la rebaja de la calificación crediticia de Irlanda por las agencias a principios de diciembre, lo que sugiere que esta rebaja ya se había incorporado al rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Irlanda. Sin embargo, en la segunda mitad de diciembre los mercados se vieron afectados por el anuncio de que se estaba revisando la calificación de Portugal y por la publicación de un informe del FMI sugiriendo no solo que Irlanda pudiera no cumplir sus objetivos de reducción del déficit, sino que existía también un importante riesgo de contagio desde Irlanda. En consecuencia, se produjo una reversión casi completa del estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años observado al inicio de diciembre. Los diferenciales de deuda soberana frente a Alemania se estrecharon a principios de enero, después de publicarse que el Eurosistema estaba realizando activamente compras en estos mercados.

El rendimiento de los bonos a diez años iniciados con la inflación de la zona del euro se mantuvo, en general, estable en diciembre, mientras que el rendimiento real a cinco años disminuyó 10 puntos básicos (véase gráfico 14). El 12 de enero, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situó en el 0,3% y el 1,4%, res-

**Gráfico 14 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro**

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

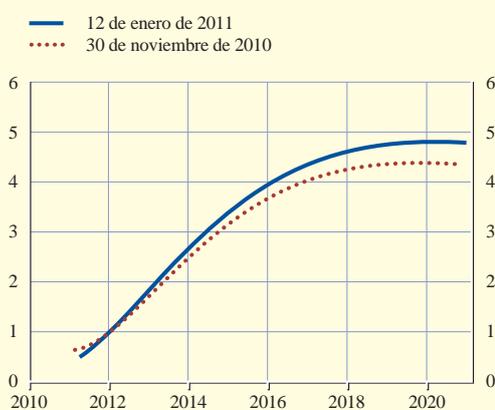
pectivamente. Tras alcanzar mínimos históricos a finales del tercer trimestre de 2010, el rendimiento real de los bonos de la zona del euro mostró una tendencia sostenida al alza, al mejorar los datos económicos en la mayor parte del cuarto trimestre de 2010

En el período analizado, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro aumentó unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2% el 12 de enero (véase gráfico 15). Ello apunta a un ligero aumento de las expectativas de inflación de los participantes en el mercado (y de las correspondientes primas) en horizontes más dilatados.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo la evolución general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 16). El incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con respecto al

**Gráfico 16 Tipos de interés *forward* implícitos a un día, en la zona del euro**

(porcentaje; datos diarios)



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

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

observado a finales de noviembre, debido, muy probablemente, a la mejora de la situación económica, ha desplazado al alza en 50 puntos básicos la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para vencimientos superiores a tres años.

Los diferenciales de renta fija privada de alta calidad se ampliaron ligeramente en diciembre y a principios de enero en casi todas las calificaciones de deuda emitida por los sectores financiero y no financiero, observándose el mayor aumento en la deuda con calificación BBB emitida por instituciones financieras. En la zona del euro, los diferenciales se sitúan muy por debajo de los máximos alcanzados en mayo de 2010 y ligeramente por debajo de los registrados a principios del citado año. En diciembre volvió a observarse una elevada actividad emisora en los sectores financiero y no financiero de la zona del euro. Sin embargo, los diferenciales de deuda emitida por instituciones financieras en Grecia, Irlanda y Portugal se sitúan actualmente en niveles muy superiores a los registrados durante las turbulencias financieras de principios de mayo de 2010, y la actividad emisora sigue siendo moderada en esos países.

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

*En noviembre de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras siguieron aumentando, tanto a corto plazo como a largo plazo, en consonancia con la evolución de los tipos de interés de mercado. La mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM a sus préstamos a los hogares se incrementaron ligeramente en los vencimientos a corto plazo, pero se mantuvieron prácticamente sin variación en los vencimientos a largo plazo.*

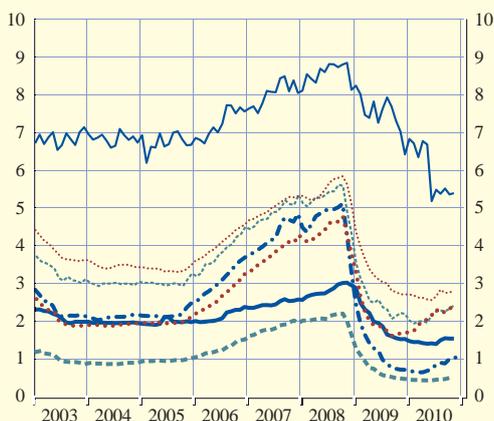
En noviembre de 2010, la gran mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos, tanto de los hogares como de las sociedades no financieras, se mantuvieron prácticamente invariables. La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras se incrementaron ligeramente (véase gráfico 17). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un leve aumento hasta el 2,8%, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, se mantuvieron estables en torno al 5,4%. Por el contrario, los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares se redujeron marginalmente hasta el 8,6%. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades tanto a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) como a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) se incrementaron en torno a 10 puntos básicos hasta situarse en el 3,5% y el 2,4%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta se mantuvieron prácticamente sin variación en el 3,8%. Desde que el EURIBOR se elevara ligeramente en unos 4 puntos básicos en noviembre de 2010, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se ha mantenido constante, mientras que ha registrado un ligero incremento en el caso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras (véase gráfico 18).

Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria a raíz de la quiebra de Lehman-Brothers) y finales de noviembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras se

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

(porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



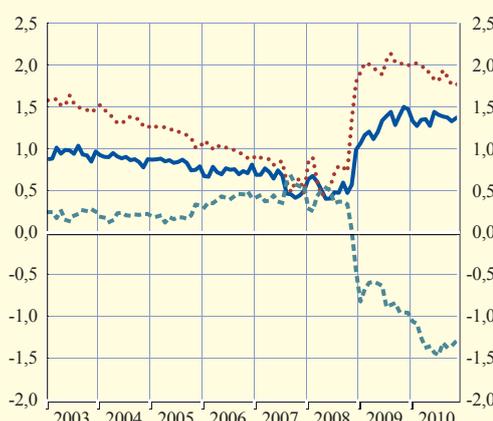
Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

redujeron en 300 y 320 puntos básicos, respectivamente, frente a un descenso de 400 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos ha sido significativa. La tendencia general al alza mostrada en los últimos meses por los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a los hogares como a las sociedades no financieras parece indicar que ha concluido la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés del BCE.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo experimentaron un descenso, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras. Por el contrario, los tipos de interés aplicados a los préstamos a más largo plazo a las sociedades no financieras siguieron aumentando, mientras que los correspondientes a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron, en general, estables (véase gráfico 19). Concretamente, en un nivel del 3,8%, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años prácticamente no experimentaron variación, manteniéndose en torno a mínimos históricos. Por lo que respecta a las sociedades no financie-

ras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, así como a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años, se incrementaron ligeramente, hasta el 4,3% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe elevado con períodos iniciales de fijación tanto a medio como a largo plazo aumentaron alrededor de 10 puntos básicos para situarse en el 3% y el 3,6%, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que, desde septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés que aplican a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Durante el mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida, lo que refleja una transmisión más incompleta y lenta en el caso de los hogares. En los últimos meses, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a los hogares han seguido reduciéndose, y su diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA ha experimentado una contracción desde agosto. Por otra parte, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras han mantenido una tendencia ascendente en los últimos meses y, como resultado, se ha ampliado su diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

Dado que los tipos de interés de los depósitos prácticamente no han experimentado variación y que la gran mayoría de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos están aumentando ligeramente, los márgenes de las nuevas operaciones de préstamo se incrementaron moderadamente en noviembre de 2010. Los diferenciales medios basados en los saldos vivos, tras el descenso gradual registrado con respecto al nivel observado a comienzos de 2010, se han estabilizado en los últimos meses en torno a niveles bastante similares a los registrados en el período correspondiente de 2009. Unos márgenes relativamente estables contribuirán positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

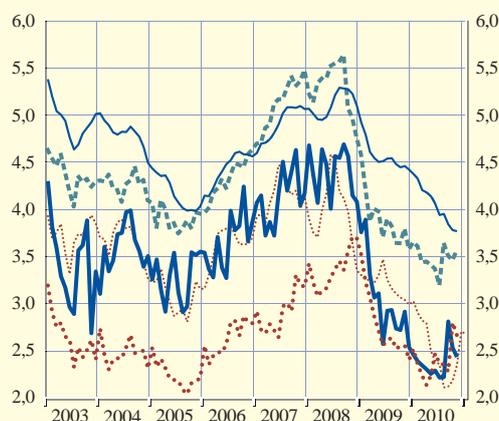
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre finales de noviembre de 2010 y comienzos de enero de 2011, los precios de las acciones aumentaron en la zona del euro y Estados Unidos, un 8% y un 8,3%, respectivamente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos a ambos lados del Atlántico. Al mismo tiempo, en general la*

**Gráfico 19 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo**

(porcentaje: tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

*incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, solo disminuyó ligeramente. Las empresas cotizadas de la zona del euro registraron un fuerte crecimiento de los beneficios, que se distribuyó de manera uniforme entre todos los sectores.*

En el transcurso del mes de diciembre de 2010 y a principios de enero de 2011, los precios de las acciones aumentaron de forma significativa en los mercados internacionales. Entre finales de noviembre y el 12 de enero, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, subieron un 8%; las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 8,3%; y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron un 3,8% (véase gráfico 20).

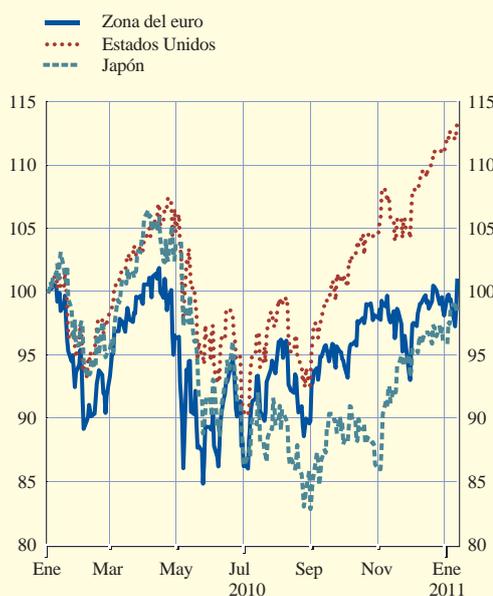
La evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro estuvo determinada, por un lado, por la publicación de datos económicos generalmente positivos y de datos de beneficios más favorables de lo previsto y, por otro, por las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana de la zona, que siguieron siendo muy fuertes en diciembre, manteniéndose en niveles similares a los alcanzados a comienzos de mayo de 2010. Contrariamente a lo ocurrido al principio del citado mes, la reciente intensificación de estas tensiones no ha provocado sustanciales desplazamientos de fondos hacia activos más líquidos por parte de los inversores, lo que sugiere que puede haberse disipado, en gran medida, la preocupación respecto a las perspectivas económicas de la zona del euro.

En la zona del euro y Estados Unidos, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en la mayor parte del mes de diciembre, en relación con los altos niveles registrados en noviembre tras la intensificación de las tensiones en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro, aunque repuntó hacia finales de mes. No obstante, al final del período examinado la volatilidad de los mercados de renta variable se redujo en 6 puntos porcentuales en la zona del euro y en 4 puntos porcentuales en Estados Unidos (véase gráfico 21). A pesar de la intensificación de las tensiones observada en los mercados de deuda soberana en los últimos meses de 2010, la volatilidad de los mercados de renta variable se mantiene muy por debajo de los niveles de mayo.

En diciembre, los índices bursátiles de la zona del euro subieron en todos los sectores. Las cotizaciones del sector financiero de la zona se elevaron un 7,2%, revirtiendo en parte el descenso registrado en los meses anteriores, y las del sector no financiero mantuvieron la tendencia positiva observada durante la mayor parte del segundo semestre de 2010. Los precios de las acciones mostraron una evolución positiva en todos los países en diciembre, aunque las ganancias fueron más mode-

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



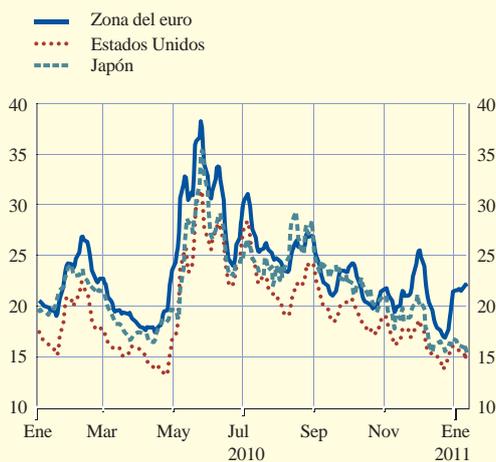
Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.  
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

radas en Grecia e Irlanda, donde persistieron fuertes tensiones en los mercados de deuda soberana. En Estados Unidos se observó también una evolución positiva de los precios de las acciones en todos los sectores.

La evolución de los beneficios efectivos y esperados proporcionó una visión generalmente positiva de la rentabilidad de las empresas cotizadas de la zona del euro. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron un 35% en tasa interanual en diciembre, frente al 31% de noviembre. Según las previsiones, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses se situará en el 16%. Por sectores, se observó en diciembre un elevado crecimiento interanual de los beneficios por acción (de cerca del 30%) en los sectores financiero e industrial.

**Gráfico 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.

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

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,2% en diciembre de 2010, desde el 1,9% registrado en los dos meses anteriores. Este aumento fue ligeramente superior al previsto y refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara a los próximos meses, las tasas de inflación medida por el IAPC podrían elevarse más, temporalmente, y es probable que se mantengan ligeramente por encima del 2%, como consecuencia, en buena parte, de la evolución de los precios de las materias primas, antes de volver a moderarse hacia el final del año. Aunque se espera que se mantenga la estabilidad de precios en el horizonte relevante para la política monetaria, es preciso realizar un seguimiento muy estrecho de la evolución de los precios. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero podrían mostrar una tendencia al alza.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó al 2,2% en diciembre de 2010, desde el 1,9% observado en los dos meses anteriores (véase cuadro 5). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de diciembre, parece que este ascenso estuvo relacionado, principalmente, con el componente energético. Los precios del petróleo subieron hasta 70 euros por barril en diciembre, tras situarse en torno a 60 euros por barril en los meses precedentes.

En noviembre, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general se situó en el 1,9%, sin cambios con respecto al mes de octubre (véase gráfico 22). La estabilidad de la tasa de inflación medida por el IAPC general registrada en noviembre fue resultado del descenso de la tasa de variación interanual del componente energético y del leve aumento de las tasas de inflación de los demás componentes, a excepción de la inflación de los precios de los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía disminuyó en noviembre, reflejo, en parte, del descenso de la tasa de variación interanual del precio de los combustibles líquidos y de la energía para el transporte. Este descenso se debió a un efecto de base a la baja, que compensó ampliamente el incremento interanual del 0,8% de los precios energéticos provocado por el aumento de los precios del petróleo.

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Jul	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	0,3	.	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	2,2
Energía	-8,1	.	8,1	6,1	7,7	8,5	7,9	.
Alimentos no elaborados	0,2	.	1,9	2,4	2,5	2,4	2,7	.
Alimentos elaborados	1,1	.	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	.	0,5	0,4	0,6	0,7	0,8	.
Servicios	2,0	.	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	-5,1	.	4,0	3,6	4,3	4,4	4,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	58,9	59,9	59,8	60,2	63,1	69,6
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,6	52,5	47,6	54,7	47,5	48,1	49,4

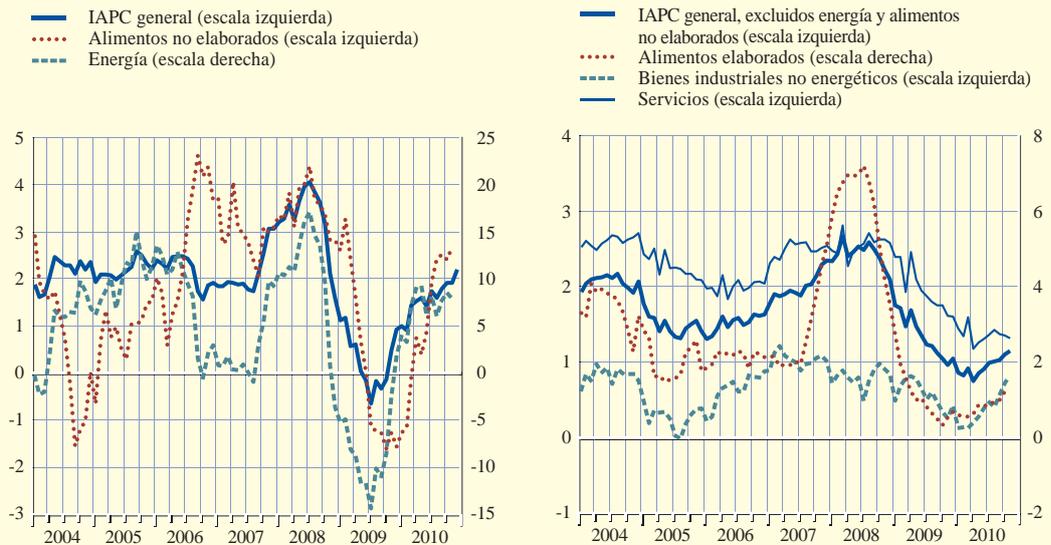
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

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

## Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) continuó elevándose ligeramente, hasta situarse en el 1,8% en noviembre, algo por encima del nivel de octubre. Por lo que se refiere a los subcomponentes, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó hasta el 2,7%, desde cerca del 2,4% observado en los meses anteriores, como resultado, básicamente, de la elevación de los precios de la carne y de las legumbres y hortalizas. Se trata de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados más alta registrada desde marzo de 2009. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a subir, hasta el 1,3%. Parte de este ascenso puede explicarse por el pronunciado incremento de los precios del tabaco observado durante este período, relacionado, a su vez, con el aumento de los impuestos sobre el tabaco llevado a cabo en algunos países de la zona del euro. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, que debería verse afectada en mayor medida por las fluctuaciones de los precios de las materias primas alimentarias, se situó en el 0,4% en noviembre, muy por debajo de la media del 1,8% registrada desde 1999. Hasta el momento, parece pues que el impacto de la subida de los precios de las materias primas alimentarias no se ha transmitido de forma significativa a los consumidores de la zona del euro (véase recuadro 1).

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en noviembre la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,1%, sin cambios con respecto al mes anterior. De los dos componentes de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a elevarse ligeramente, hasta el 0,8%, la tasa de variación interanual más alta observada desde junio de 2009. Este incremento fue resultado, en gran medida, del acusado aumento de la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos registrado en noviembre en Alemania, como consecuencia, fundamentalmente, de la subida de los precios de los artículos de vestir. Por el contrario, la inflación de los precios de los servicios disminuyó ligeramente, aunque manteniéndose en el intervalo del 1,3% al 1,4% observado durante la mayor parte de 2010.

En el recuadro 4 se presentan los diferenciales de inflación de la zona del euro desde la introducción del euro y se analizan los principales factores determinantes de estos diferenciales y los correspondientes retos que habrá que afrontar en el futuro.

#### Recuadro 4

### FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO

Tras experimentar un acusado y rápido estrechamiento en el período previo al inicio de la tercera fase de la UEM en 1999, los diferenciales de inflación de los países de la zona del euro han sido relativamente amplios en la última década, aunque no mucho más que los observados en otras uniones monetarias. A la hora de instrumentar la política monetaria, es importante para el BCE tener en cuenta la información regional y sectorial disponible sobre la fuente y la naturaleza de las perturbaciones económicas, así como vigilar y comprender las razones que explican los diferenciales de inflación, aunque el objetivo de su política monetaria sea mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. En este recuadro se analizan los principales factores determinantes de los diferenciales de inflación de la zona del euro desde la introducción del euro y los correspondientes retos que habrá que afrontar en el futuro.

#### Tasas de inflación de la zona del euro

(tasas de variación interanual; 1999-2010)

	Zona del euro	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY
1999	1,1	1,1	0,6	2,5	2,1	2,2	0,6	1,7	1,1
2000	2,1	2,7	1,4	5,3	2,9	3,5	1,8	2,6	4,9
2001	2,3	2,4	1,9	4,0	3,7	2,8	1,8	2,3	2,0
2002	2,2	1,6	1,4	4,7	3,9	3,6	1,9	2,6	2,8
2003	2,1	1,5	1,0	4,0	3,4	3,1	2,2	2,8	4,0
2004	2,1	1,9	1,8	2,3	3,0	3,1	2,3	2,3	1,9
2005	2,2	2,5	1,9	2,2	3,5	3,4	1,9	2,2	2,0
2006	2,2	2,3	1,8	2,7	3,3	3,6	1,9	2,2	2,2
2007	2,1	1,8	2,3	2,9	3,0	2,8	1,6	2,0	2,2
2008	3,3	4,5	2,8	3,1	4,2	4,1	3,2	3,5	4,4
2009	0,3	0,0	0,2	-1,7	1,3	-0,2	0,1	0,8	0,2
2010	1,5	2,2	1,1	-1,7	4,7	1,7	1,7	1,6	2,6
<b>Media</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>

	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	Desviación típica
1999	1,0	2,3	2,0	0,5	2,2	6,1	10,4	1,3	0,7
2000	3,8	3,0	2,3	2,0	2,8	8,9	12,2	2,9	1,1
2001	2,4	2,5	5,1	2,3	4,4	8,6	7,2	2,7	1,1
2002	2,1	2,6	3,9	1,7	3,7	7,5	3,5	2,0	1,1
2003	2,5	1,9	2,2	1,3	3,3	5,7	8,4	1,3	1,0
2004	3,2	2,7	1,4	2,0	2,5	3,7	7,5	0,1	0,8
2005	3,8	2,5	1,5	2,1	2,1	2,5	2,8	0,8	0,9
2006	3,0	2,6	1,7	1,7	3,0	2,5	4,3	1,3	0,7
2007	2,7	0,7	1,6	2,2	2,4	3,8	1,9	1,6	0,7
2008	4,1	4,7	2,2	3,2	2,7	5,5	3,9	3,9	0,9
2009	0,0	1,8	1,0	0,4	-0,9	0,9	0,9	1,6	0,9
2010	2,8	1,9	0,8	1,6	1,3	2,1	0,6	1,6	1,3
<b>Media</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	

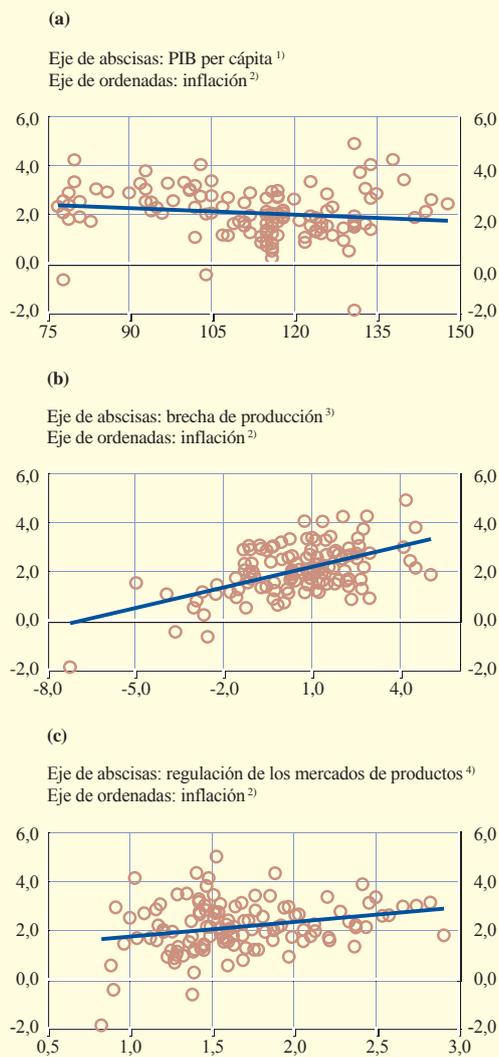
Notas: La desviación típica se calcula como la desviación típica sin ponderar de las tasas de inflación interanual de los países de la zona del euro. Para 2010, los cálculos se basan en los datos disponibles hasta el mes de noviembre. Las cifras en cursiva se refieren a los datos de años anteriores a la incorporación del país a la zona del euro. Las medias se calculan para el período posterior a la integración del país en la zona.

El cuadro presenta las tasas de inflación interanual de los países de la zona del euro desde 1999. A este respecto, cabe hacer tres observaciones. En primer lugar, con una media del 1,97% a lo largo del período considerado, la tasa de inflación de la zona del euro se ha situado en una cota muy cercana al objetivo del BCE de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. En segundo lugar, las tasas de inflación de algunos países han superado de forma casi continua la media de la zona del euro y las de otros han permanecido por debajo de la inflación media durante largos períodos. En tercer lugar, los diferenciales de inflación se han ampliado marcadamente desde 2010, como resultado, principalmente, de las medidas adoptadas por algunos países con vistas a mejorar su competitividad y consolidar sus finanzas públicas. Por ejemplo, como consecuencia de los recortes salariales y de la elevación de los impuestos indirectos llevados a cabo en algunos países de la zona del euro, las tasas de inflación de esos países se han desviado de forma significativa de la media de la zona<sup>1</sup>.

La dispersión de la inflación observada en la pasada década puede atribuirse, en teoría, a varios factores, entre los que cabe señalar la convergencia de los precios como resultado del proceso de convergencia económica puesto en marcha por algunos países y las diferencias entre los ciclos económicos de los distintos países. Los paneles (a) y (b) del gráfico muestran la relación entre estos factores y las tasas de inflación interanual registradas en los países de la zona del euro entre 1999 y 2009.

Por lo que se refiere a la convergencia de los precios como resultado del proceso de convergencia económica, la teoría económica sugiere que el nivel medio de los precios de un país tiende a estar correlacionado con su nivel de desarrollo económico: los precios de los bienes y servicios comerciables y no comerciables tienden a ser más bajos en países con un menor PIB per cápita,

## Factores determinantes de la inflación de la zona del euro entre 1999 y 2009



Fuentes: Base de datos AMECO; Eurostat; OCDE; indicadores del desarrollo mundial del Banco Mundial; P. Conway, V. Janod y G. Nicoletti (2005); y cálculos del BCE.

1) PIB per cápita en paridad del poder adquisitivo, en relación con la media de la UE27.

2) Inflación interanual de los países de la zona del euro medida por el IAPC, neta de contribuciones de impuestos indirectos y de precios administrados, expresada en porcentaje.

3) La brecha de producción se define como el PIB real dividido por el PIB potencial. El PIB potencial se calcula a partir de una función de producción de Cobb-Douglas, que incluye los factores trabajo y capital y la tendencia de la productividad total de los factores.

4) Indicador resumen en una escala de 0 (menos restricciones) a 6 (más restricciones).

1 En este contexto, cabe destacar que existe una elevada correlación entre la evolución del IAPC y la de los costes laborales unitarios en los distintos países.

y viceversa. A medida que la renta de los países relativamente menos prósperos converja hacia la de los países relativamente más prósperos, es de esperar que los precios aumenten más en los países en los que está en marcha un proceso de convergencia. El panel (a) del gráfico apunta a un vínculo negativo entre las tasas de inflación de los países de la zona del euro y su nivel de renta per cápita. Sin embargo, este vínculo parece ser bastante débil, lo que indica que el proceso de convergencia no ha contribuido de manera significativa a la explicación de los diferenciales de inflación de la zona del euro.

En cuanto a las diferencias entre los ciclos económicos de los distintos países, las fluctuaciones de la demanda agregada suelen explicar una parte importante de la evolución de la inflación y de los correspondientes diferenciales en la zona del euro<sup>2</sup>. Las presiones inflacionistas generadas por las fluctuaciones de la demanda se vinculan habitualmente con la brecha de producción, que se define como la desviación del producto real con respecto a su nivel de equilibrio. La relación entre la evolución de la brecha de producción y la de la inflación se conoce como la curva de Phillips. En el panel (b) del gráfico, la brecha de producción se mide como el porcentaje del PIB potencial a precios de mercado, estimado por la Comisión Europea a partir de una función de producción de Cobb-Douglas que incluye la tendencia de la productividad total de los factores. El gráfico muestra que unas tasas de inflación reducidas tienden a asociarse a brechas de producción negativas, dado que el producto real es inferior al potencial, y la economía se mueve a lo largo de una curva de Phillips a corto plazo<sup>3</sup>. En este contexto, es importante observar que las diferencias cíclicas que ha presentado la inflación en la pasada década se debieron, en parte, a que las políticas fiscales, macroprudenciales y estructurales no respondieron a las necesidades de una unión monetaria en todos los países. Algunos de ellos instrumentaron una política fiscal a menudo demasiado poco restrictiva, que no estaba en línea con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, las presiones inflacionistas fueron agudizadas por las rigideces de los mercados de trabajo y de productos. Por otro lado, las expectativas insostenibles y exageradamente optimistas respecto a las perspectivas de crecimiento de algunos países dispararon los precios de los activos y de la propiedad inmobiliaria. Así pues, como resultado del crecimiento excesivo de la demanda interna, los precios y costes nacionales crecieron más que la media de la zona del euro en esos países, con las consiguientes pérdidas de competitividad.

Además de los mencionados factores, las rigideces de los mercados de trabajo y de productos pueden contribuir a la explicación de los diferenciales de inflación. De hecho, existen diferencias sustanciales entre los países de la zona del euro, en términos de grado de flexibilidad de sus mercados de trabajo y de productos, y estas diferencias pueden afectar tanto a la generación de presiones de costes como a su transmisión a los precios de consumo. Existen varias maneras de medir el grado de regulación de los distintos países. En este recuadro se utiliza un índice de regulación de los mercados de productos elaborado por la OCDE<sup>4</sup>. El panel (c) del gráfico muestra que durante el período examinado los países con un mayor grado de protección de los mercados de productos (reflejado en un valor relativamente alto en el eje de abscisas) registraron, en promedio, tasas de inflación más elevadas que las de mercados con un menor grado de protección (se observa también una relación similar en varios índices de regulación de los mercados de trabajo).

El impacto relativo de cada uno de estos factores no se puede cuantificar fácilmente y requiere un marco econométrico formal. No obstante, a primera vista, las diferencias cíclicas y las disparidades

2 Véase «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», BCE, septiembre de 2003.

3 Véase el recuadro titulado «Relación entre la actividad económica y la inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2009.

4 Véase P. Conway, V. Janod y G. Nicoletti, *Product market regulation in OECD countries: 1998 to 2003*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 419, OCDE, 2005.

en la regulación de los mercados de productos parecen haber desempeñado un importante papel en la explicación de los diferenciales de inflación de la zona del euro.

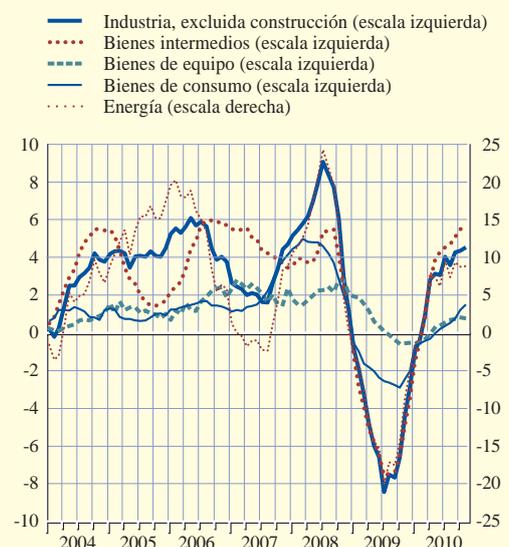
La experiencia de la pasada década puede brindar enseñanzas para el futuro. Varios países han sufrido graves pérdidas de competitividad en los últimos años, debido a políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales poco sólidas. Estos problemas se observaron mucho antes de la crisis financiera, pero la crisis puso de manifiesto de manera espectacular las consecuencias acarreadas por el indebido cumplimiento de las responsabilidades de los países como miembros de la UEM. Las políticas que alentaron expectativas excesivamente optimistas no deben repetirse y es esencial que los países recobren y mantengan situaciones presupuestarias sólidas. Además, tal y como se ha venido exponiendo en el presente recuadro, las reformas estructurales podrían, a la larga, reducir los diferenciales de inflación de la zona del euro, lo que, a su vez, permitiría suavizar el funcionamiento de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro. A este respecto, es particularmente importante eliminar la indiciación salarial, crear mecanismos de fijación de salarios suficientemente flexibles que permitan establecer una diferenciación sectorial y regional de los salarios, y fomentar la competencia en los mercados de productos, especialmente en el sector más protegido de los bienes no comerciables. La aplicación de estas reformas presentaría la ventaja adicional de estrechar las brechas de competitividad evidenciadas por la crisis financiera y promover una mayor convergencia económica en la zona del euro.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó al 4,5% en noviembre, frente al 4,4% de octubre, tras haber oscilado en torno al 4% desde el verano de 2010. Si se desglosan los precios industriales (véase gráfico 23), se observa que la tasa de variación interanual del componente energético se mantuvo sin cambios en el 8,8%, al compensarse un efecto de base a la baja con un incremento intermensual originado por la subida de los precios del petróleo. La inflación de los precios industriales, excluida la energía, aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 3%, como consecuencia de la tendencia al alza de los precios de los componentes de bienes intermedios y de bienes de consumo, reflejo del ascenso de los precios de las materias primas. En particular, en noviembre la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo se elevó al 1,5%, la tasa más alta alcanzada desde noviembre de 2008, como resultado, principalmente, del aumento de la inflación de los precios de los bienes de consumo no duradero, generado por el incremento de la tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes alimenticios. Las tasas de variación interanual de este componente, impulsadas por el ascenso de los precios de las materias primas alimentarias, han subido hasta el 4,2%, des-

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

de el 3,4% de octubre. Sin embargo, pese a las recientes subidas de los precios industriales de los bienes alimenticios, sus tasas de crecimiento siguen siendo inferiores a las registradas en 2007, año en el la inflación de los precios industriales de los bienes alimenticios se situó en dos dígitos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se elevó al 0,1%, la primera tasa interanual positiva registrada desde mayo de 2009. Pese a los pequeños aumentos observados desde julio de ese año, esta medida apunta a la existencia de presiones inflacionistas latentes todavía poco significativas.

Hasta diciembre de 2010, los indicadores de las encuestas señalan un aumento de las presiones sobre los precios (véase gráfico 24). Por lo que se refiere al índice de directores de compras, en diciembre los índices de precios de los bienes intermedios y de precios de producción de los sectores de manufacturas y servicios se elevaron, y los índices sintéticos de precios de los bienes intermedios y de precios de producción se situaron, por quinto

mes consecutivo, en niveles superiores a sus medias históricas. El índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero repuntó marcadamente, pasando de 69,0 en noviembre a 74,1 en diciembre, superando ligeramente el máximo alcanzado en mayo de 2010, mientras que el índice de precios de los bienes intermedios del sector servicios aumentó ligeramente en comparación con el registrado en noviembre. La elevación de los índices de precios de producción indica que los aumentos de los costes de los bienes intermedios provocados por las subidas de los precios de las materias primas están siendo trasladados, en cierta medida, a los clientes. El índice de precios de producción del sector manufacturero alcanzó su nivel más alto desde septiembre de 2008, mientras que el correspondiente índice del sector servicios se elevó por primera vez desde octubre de 2008, hasta situarse ligeramente por encima del nivel de 50, que representa la ausencia de cambios.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales del tercer trimestre de 2010 siguieron mostrando moderadas presiones salariales. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente al primer mes del cuarto trimestre sugiere que el patrón de moderado crecimiento salarial se mantuvo en el cuarto trimestre de 2010, en línea con la persistente debilidad de los mercados de trabajo.

En el tercer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro descendió al 1,4%, un mínimo histórico desde el inicio de la serie en 1991 (véanse cuadro 6 y gráfico 25). El descenso de 0,5 puntos porcentuales con respecto al trimestre precedente estuvo relacionado, en particular, con la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los salarios resultantes de los convenios colectivos celebrados en Alemania y, en menor medida, en Italia, mientras que el

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

### Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

crecimiento salarial observado en los demás países para los que se dispone de datos no experimentó cambios significativos.

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó también en el tercer trimestre de 2010, hasta el 0,8%, desde el 1,6% del segundo trimestre, en este caso también un mínimo histórico desde el inicio de esta serie en 2001. Dentro de los costes laborales por hora totales de la zona del euro, en el tercer trimestre los costes no salariales siguieron creciendo a un mayor ritmo que el componente de sueldos y salarios, pero el crecimiento de ambos componentes mostró una desaceleración similar. No se produjo una desaceleración generalizada del crecimiento interanual de los costes laborales por hora en todos los países, siendo así que algunos países (como Chipre, Luxemburgo, Austria y Eslovaquia) experimentaron una fuerte aceleración del crecimiento. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5% en el tercer trimestre de 2010, desde el 1,9% del segundo trimestre. Este descenso, que se observó, con algunas excepciones, de forma generalizada en todos los países, es reflejo no solo de la desaceleración del crecimiento de la remuneración por hora, sino también de una desaceleración similar del crecimiento de las horas trabajadas por asalariado. La productividad del trabajo, medida por persona ocupada, siguió creciendo a buen ritmo (un 2,1%) en el tercer trimestre de 2010, superando la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, lo que dio lugar a un crecimiento interanual negativo de los costes laborales unitarios por tercer trimestre consecutivo.

En cuanto a la evolución sectorial, se observa que, en el tercer trimestre de 2010, la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual del índice de costes laborales se produjo de forma generalizada en todos los sectores (véase gráfico 26). El descenso de la tasa de crecimiento fue más pronunciado en el sector de la construcción. La tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado disminuyó en el tercer trimestre como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado en los servicios y la industria, excluida la construcción, mientras que aumentó ligeramente en los servicios de mercado y la construcción.

### Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

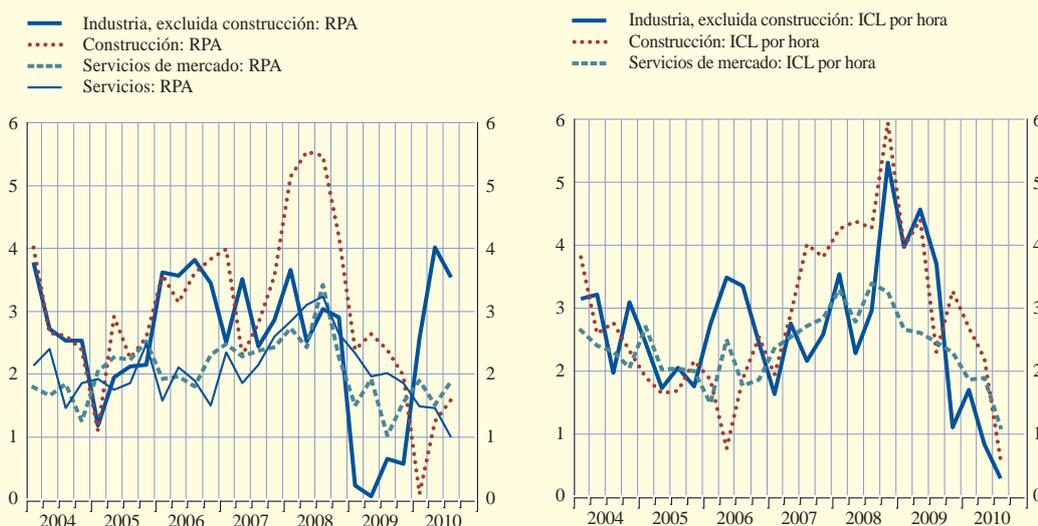
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, las tasas de inflación medida por el IAPC podrían elevarse más, temporalmente, y es probable que se mantengan ligeramente por encima del 2%, como consecuencia, en buena parte, de la evolución de los precios de las materias primas, antes de volver a moderarse hacia el final del año. En general, existen evidencias de que los precios internacionales de las materias primas podrían generar a corto plazo presiones al alza sobre la inflación general. Aunque se espera que se mantenga la estabilidad de precios en el horizonte relevante para la política monetaria, es preciso realizar un seguimiento muy estrecho de la evolución de los precios. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

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

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Tras el aumento del 0,3%, en tasa intertrimestral, del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, los últimos datos publicados y la evidencia procedente de las encuestas confirman que el positivo dinamismo subyacente de la recuperación se mantuvo hacia finales del 2010.

De cara al futuro, se espera que la recuperación sostenida de la economía mundial, y su efecto positivo sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, sostengan el crecimiento del PIB real de la zona del euro. Además, y sobre todo si se tiene en cuenta el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación. Como la incertidumbre continúa siendo elevada, se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja.

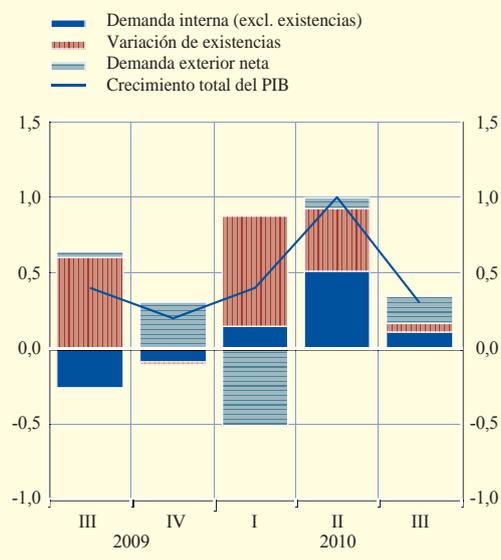
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La economía de la zona del euro ha venido registrando una expansión moderada desde mediados de 2009, tras cinco trimestres consecutivos de descenso del PIB. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,3%, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, frente a la fuerte subida del 1% del trimestre anterior (véase gráfico 27). Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento del PIB se mantendrá en el cuarto trimestre de 2010, lo que está en línea con las expectativas basadas en encuestas (para una valoración de la calidad predictiva de estas expectativas, véase el recuadro 5).

En el tercer trimestre de 2010, las contribuciones positivas de la demanda exterior neta, de la demanda interna y de las existencias impulsaron el crecimiento del PIB real.

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### Recuadro 5

#### LA CALIDAD PREDICTIVA DE LAS ENCUESTAS A LOS EXPERTOS

Las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución futura de las principales variables macroeconómicas desempeñan un papel fundamental a la hora de adoptar sus decisiones económicas, como las relativas al consumo o la inversión, que, a su vez, afectan a los resultados macroeconómicos.

Como consecuencia de dicha interdependencia, resulta de interés investigar la capacidad real de predicción de los agentes económicos, en particular de los que llevan a cabo análisis macroeconómicos sistemáticos y realizan previsiones económicas como parte de su actividad.

Varias encuestas evalúan las expectativas de los agentes privados. Por lo general, estas encuestas solicitan a un panel de expertos en previsión económica, como los participantes en los mercados financieros o los institutos de investigación, que efectúen previsiones sobre los principales indicadores económicos de uno o más países o regiones, con distintos horizontes temporales. En este recuadro se examina la exactitud de las previsiones sobre la inflación, el crecimiento del PIB y la tasa de desempleo de la zona del euro proporcionadas por las tres encuestas más importantes, a saber, la encuesta del BCE a los expertos en previsión económica (EPE), Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro<sup>1</sup>.

### Expectativas de inflación

En el gráfico A se presentan los errores de predicción (que se calculan como los valores observados menos los valores previstos) de las previsiones efectuadas en enero de cada año por las tres encuestas para el próximo año. Los errores de predicción de las tres encuestas son muy parecidos, y son positivos todos los años, salvo en 2009, año en que los precios del petróleo cayeron de forma acusada. Los resultados son prácticamente similares si se consideran las previsiones realizadas en enero de un año dado para el año siguiente, aunque en ese caso los errores correspondientes a 2008 y 2009 se sitúan en torno a 1,5 puntos porcentuales, en valor absoluto, frente a los 0,8 puntos porcentuales del año actual.

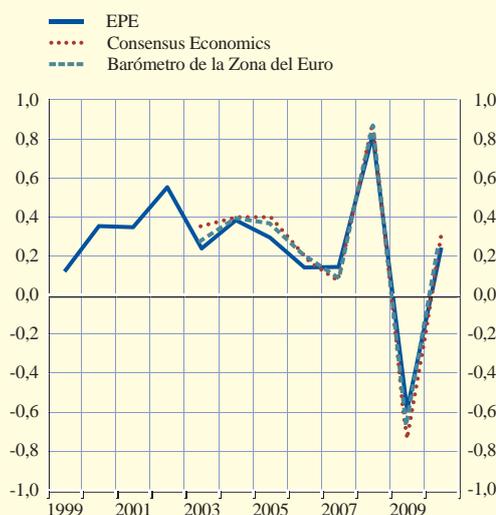
El período para el que se dispone de los errores de predicción de las tres encuestas mencionadas está comprendido entre 2003 y 2010 para el año actual, y entre 2004 y 2010 para el año siguiente.

Durante esos períodos, el error medio es positivo y se sitúa en torno a 0,2 puntos porcentuales tanto para el año actual como para el siguiente (véase gráfico Ba), lo que quiere decir que las expectativas de la EPE, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para el año actual y el siguiente han infravalorado, en promedio, la inflación observada durante los últimos siete u ocho años. Sin embargo, esta infravaloración de la inflación de la zona del euro debe considerarse a la luz de la influencia ejercida por varios factores. De hecho, desde 1999, la inflación medida por el IAPC se ha visto afectada por diversas perturbaciones al alza de carácter inesperado. La principal explicación de esta sistemática infravaloración parece encontrarse en el precio del petróleo, que resultó ser más elevado que el nivel implícito en los futuros sobre el petróleo durante todo el período, salvo en 2009.

1 Las encuestas Consensus Economics y Barómetro de la Zona del Euro se llevan a cabo mensualmente, mientras que la EPE es trimestral. Este recuadro se centra solamente en las rondas que son comparables en cuanto a la información disponible en el momento de realizarse la encuesta y al horizonte temporal.

Gráfico A Errores de predicción de la inflación (año actual)

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

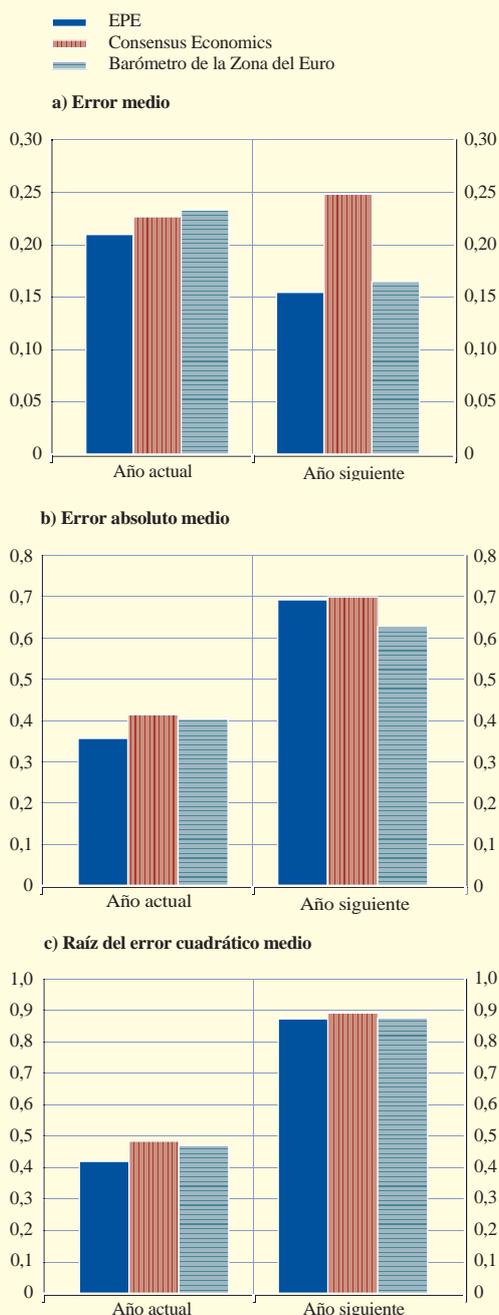
Los aumentos de la inflación de precios de consumo durante determinados períodos también contribuyeron a explicar los errores de predicción positivos. En 2001, por ejemplo, la encefalopatía espongiforme bovina y la fiebre aftosa determinaron los precios de los alimentos no elaborados y, en 2008, los precios de los alimentos elaborados se elevaron tras las subidas observadas el año anterior en los precios de las materias primas. Estos hechos resultan muy difíciles de predecir. De hecho, si se considera la inflación medida por el IAPC, excluidos los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, se reduce el sesgo a la baja de las expectativas, al menos en el período comprendido entre 1999 y 2006<sup>2</sup>. Por último, acontecimientos tales como un aumento inesperado de los impuestos indirectos y los efectos de la introducción del euro en 2002 también generaron errores de predicción de la inflación positivos.

El estadístico del error medio promedia los errores positivos y negativos. Para comparar la calidad de las previsiones, resulta, por tanto, más adecuado referirse al error absoluto medio. Las diferencias entre las encuestas en cuanto a su calidad predictiva son también reducidas cuando se considera este indicador. Los errores absolutos medios calculados para los períodos comprendidos entre 2003 y 2010 y entre 2004 y 2010 se sitúan entre 0,3 y 0,4 puntos porcentuales para el año actual y entre 0,6 y 0,7 puntos porcentuales para el año siguiente (véase gráfico Bb). Los resultados son similares cuando se considera la raíz del error cuadrático medio, que constituye otra medida del tamaño de los errores, pero que da más peso a los valores atípicos (véase gráfico Bc). En general, la similitud de las medidas de error de predicción de las encuestas podría también reflejar el hecho de que los entrevistados participan en más de una de las encuestas.

Por lo que respecta a horizontes más largos, en el gráfico C se presentan las previsiones de Consensus Economics de seis a diez años vista

## Gráfico B Errores medios de predicción de la inflación

(puntos porcentuales, año actual: media de 2003-2010; año siguiente: media de 2004-2010)



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

2 Este análisis se efectuó utilizando datos de la EPE. Véase C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen, *The ECB survey of professional forecasters (SPF) - A review after eight years' experience*, Occasional Paper Series, n.º 59, BCE, 2007.

(indicadas con puntos azules), así como la correspondiente tasa de inflación media observada de seis a diez años vista (señalada con puntos rojos) y la tasa de inflación en el momento en que se efectuaron las previsiones (marcada con un línea azul). Según las previsiones de la tasa de inflación media de 1996-2000 realizadas en abril de 1991, los expertos esperaban una inflación significativamente más elevada que la que se registró finalmente. Las expectativas de inflación de Consensus Economics para la zona del euro de seis a diez años vista se redujeron de forma continua desde más del 3% en 1991, cuando la tasa de inflación se situaba en torno al 4%, hasta justo por debajo del 2% en 1999. La caída de las expectativas reflejó probablemente el descenso de la inflación registrada en el período anterior a la tercera fase de la UEM. Efectivamente, conviene recordar que, el 13 de octubre de 1998, el Consejo de Gobierno del BCE anunció la definición cuantitativa de estabilidad de precios como «un incremento interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) para la zona del euro inferior al 2%». Desde entonces, las expectativas de inflación de Consensus Economics de seis a diez años vista se han mantenido en este nivel.

**Gráfico C Previsiones de Consensus Economics y tasa de inflación medida por el IAPC de la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

Notas: Las expectativas de inflación de la zona del euro de seis a diez años vista entre 1990 y 2002 se han construido agregando los datos de países facilitados por Consensus Economics (véase Castelnuevo et ál., 2003). Las expectativas para la zona del euro en su conjunto las ha proporcionado Consensus Economics a partir de 2003. Los datos se toman de las encuestas de abril.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

Si bien los errores de predicción de la inflación han sido, por lo general, asimétricos, los errores de predicción del crecimiento no muestran ningún patrón sistemático. El gráfico D presenta los errores de predicción del crecimiento del PIB real de la zona del euro, basados en las previsiones efectuadas cada mes de enero para el año siguiente. De nuevo, las diferencias entre las encuestas son reducidas. El crecimiento se sobrevaloró en el período comprendido entre 2001 y 2003 y durante la crisis financiera de 2008-2010, pero se infravaloró en los años inmediatamente anteriores a la crisis.

El perfil de los errores de predicción del crecimiento del PIB real indica que, al contrario que la inflación, el crecimiento se ha visto afectado por perturbaciones más simétricas. Los atentados terroristas perpetrados el 11 de septiembre, las tensiones generadas por la guerra de Irak y el estallido de la burbuja tecnológica tuvieron efectos negativos sobre el crecimiento de la zona del euro a comienzos de los años dos mil, y contribuyeron a la existencia de errores de predicción negativos. En el período posterior, es decir, el período previo a la crisis financiera, que se caracterizó por una fuerte expansión a escala mundial y por un gran aumento del precio de los activos impulsado por el fuerte incremento del apalancamiento, el crecimiento del PIB se infravaloró. En lo que se refiere a la crisis financiera, entre los factores que explican el importante error de predicción se incluye:

i) la quiebra de Lehman Brothers, que constituyó una perturbación inesperada de dimensiones mundiales; ii) el correspondiente desplome de la confianza nunca antes visto, que condujo a un fuerte retroceso del consumo y de la inversión; iii) el contagio inesperado de la crisis a escala global que lo acompañó, y el estancamiento asociado del comercio internacional; iv) expectativas anteriores de que la zona del euro podría haber empezado a dissociarse de Estados Unidos, que podía haber provocado inicialmente una infravaloración de la rapidez de transmisión de las perturbaciones financieras de Estados Unidos y sus repercusiones a otros países; v) una posible infravaloración general del impacto de las perturbaciones financieras sobre la actividad económica.

Los errores medios de las previsiones efectuadas todos los meses de enero para el año siguiente durante los períodos comprendidos entre 2003 y 2010 y entre 2004 y 2010 se sitúan en torno a  $-0,4$  y  $-1$  puntos porcentuales, respectivamente. Este resultado se debe a importantes errores negativos en 2008 y 2009. Por lo que se refiere a los errores absolutos medios y a la raíz del error cuadrático medio, los resultados de las tres encuestas son incluso más próximos entre sí que en el caso de los errores de inflación, y el resultado general es que las previsiones sobre la actividad han sido menos exactas que las previsiones de inflación. De hecho, el error absoluto medio de las previsiones para el año actual es ligeramente inferior a 0,9 puntos porcentuales, mientras que en el caso de las previsiones para el año siguiente está en torno a 1,6 puntos porcentuales. La raíz del error cuadrático medio se sitúa algo por encima de 1 punto porcentual y ligeramente por debajo de 2,5 puntos porcentuales en las previsiones para el año actual y el año siguiente, respectivamente.

### Expectativas de la tasa de desempleo

El gráfico E presenta los errores de predicción de las previsiones de la tasa de desempleo de la zona del euro efectuadas para el año actual. En el período comprendido entre 1999 y 2002, cuando solo se disponía de las previsiones de la EPE, la tasa de paro se sobrevaloró. En los años que transcurrieron hasta 2008, las tres encuestas infravaloraron ligeramente esta tasa.

El error más importante en la previsión de la tasa de paro, que estuvo relacionado con la crisis financiera, se registró en 2009. Este error puede explicarse en gran medida por la rápida respuesta observada en los mercados de trabajo de las economías de la zona del euro con una elevada proporción de empleos a tiempo parcial antes de la crisis. Sin embargo, dado que sería de esperar que los errores de predicción del empleo reflejaran los de la actividad, y puesto que las previsiones sobrevaloraban el crecimiento en torno a 2,5 puntos porcentuales en 2009, la infravaloración de la tasa de desempleo de 2009 en torno a 1 punto porcentual fue realmente moderada. Por el contrario, la tasa de paro se sobreestimó en 2010, como consecuencia de una serie de sorpresas de carácter favorable que se ob-

**Gráfico D Errores de predicción del PIB real (año actual)**

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

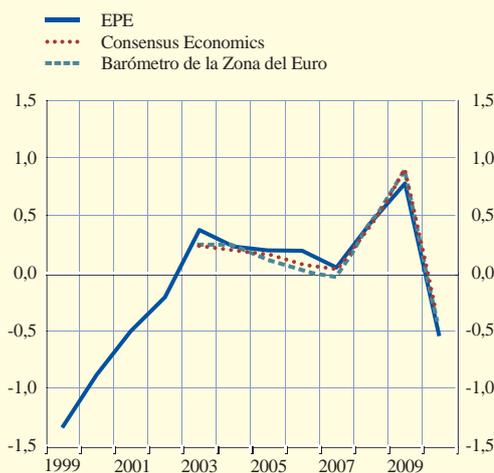
servaron en los mercados de trabajo, sobre todo en el de Alemania, que pudo retener más trabajadores de lo esperado.

Por lo que respecta a las estadísticas relativas a la calidad predictiva de las previsiones, el error absoluto medio de las previsiones del año actual se sitúa en torno a 0,3 puntos porcentuales, mientras que es de 0,8 puntos porcentuales en el caso de las previsiones para el año siguiente. La raíz del error cuadrático medio es de 0,4 en las previsiones para el año actual y de 1 punto porcentual para el año siguiente.

En resumen, las tres encuestas consideradas son prácticamente comparables en cuanto a su calidad predictiva. En general, un análisis de la exactitud de las expectativas basadas en encuestas sugiere que, en la pasada década, excepto en 2009, los expertos en previsión económica infravaloraron sistemáticamente la inflación. Este hecho puede explicarse porque la inflación de la zona del euro se había visto afectada por varias perturbaciones inesperadas de carácter asimétrico, sobre todo por las procedentes de los mercados de materias primas internacionales. La evidencia de errores sistemáticos de este tipo es menor en el caso del crecimiento del PIB, que fue sobrevalorado e infravalorado durante el período en cuestión. Por último, la tasa de paro no se ha sobrevalorado desde 2003, con la notable excepción de 2010.

Gráfico E Errores de predicción del desempleo (año actual)

(puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal del BCE.

Si se consideran los componentes de la demanda interna, el consumo privado aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, algo menos que en los tres trimestres anteriores. Entre los indicadores disponibles para el cuarto trimestre, las ventas del comercio al por menor, en términos intermensuales, se mantuvieron sin cambios en octubre y se redujeron en noviembre. Las cifras de ventas al por menor hasta noviembre y los datos procedentes de las encuestas relativas a esta variable de diciembre sugieren que la tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor en el cuarto trimestre de 2010 podría ser levemente negativa (véase gráfico 28). La confianza de los consumidores mejoró en el cuarto trimestre de 2010, y se situó en diciembre en un nivel ligeramente por encima de su media de largo plazo. Según la encuesta de opinión de los consumidores realizada por la Comisión Europea, la compra esperada de bienes duraderos se mantuvo estable en el cuarto trimestre. En general, la información reciente sugiere que el consumo privado siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2010, aunque a tasas moderadas y diferentes entre los países, debido en parte a las medidas fiscales.

La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras un fuerte incremento del 2% en el trimestre anterior, lo que se debió, en parte, a factores de índole temporal. El detalle de la inversión en el tercer trimestre 2010 muestra un descenso de la inversión en construcción, después de que los factores temporales hubieran hecho que se situara en un nivel muy elevado en el trimestre precedente. Este descenso se vio contrarrestado parcialmente por un incremento de la inversión, excluida la construcción.

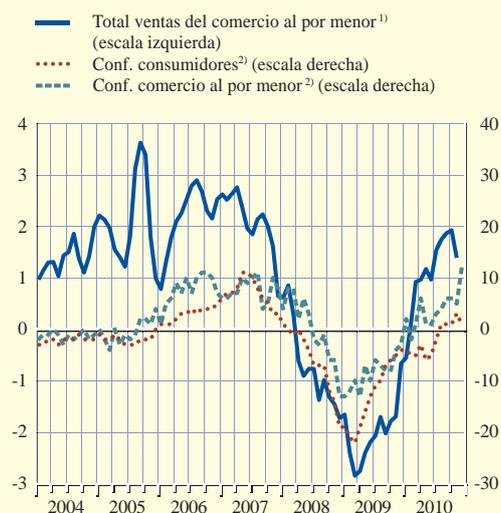
La información disponible sugiere que la inversión siguió siendo débil en el cuarto trimestre. En octubre, la producción de la construcción se situaba por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión para el cuarto trimestre de 2010 también apuntan a que la evolución de la construcción continuaba siendo negativa. En términos de inversión, excluida la construcción, en noviembre la producción industrial de bienes de equipo —un indicador de la inversión futura— se situó más de un 3% por encima del nivel observado en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión relativos a la confianza industrial indican asimismo tasas de crecimiento positivas de la inversión, excluida la construcción, con una nueva subida del índice de directores de compras y de las encuestas de opinión de la Comisión Europea en el cuarto trimestre de 2010, en relación con el tercero. En general, con unas cifras ligeramente negativas de la inversión en construcción y con tasas de crecimiento positivas de la inversión, excluida la construcción, se prevé que la inversión total mantenga su debilidad en el cuarto trimestre de 2010 y que crezca moderadamente en 2011.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, tanto las exportaciones como las importaciones, ambas en términos reales, se ralentizaron en el tercer trimestre, creciendo un 1,5% y un 1,9%, respectivamente, en tasa intertrimestral. A causa del fuerte aumento de las exportaciones, la demanda exterior neta contribuyó positivamente, en 0,2 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2010. Los últimos datos y la evidencia de las encuestas sugieren que el comercio de la zona del euro siguió recuperándose en el cuarto trimestre de 2010. Según los datos de Eurostat, las exportaciones totales de la zona del euro en términos nominales se incrementaron a un ritmo algo más rápido en octubre de 2010, mientras que las importaciones crecieron de manera más lenta, si se comparan con las medias del tercer trimestre. Como la actividad mundial continúa recuperándose, podría esperarse algún repunte de las exportaciones de la zona del euro a corto plazo. El índice de directores de compras relativo a la cartera de pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro hasta diciembre de 2010 se mantiene muy por encima del umbral de expansión/contracción de 50 y apunta a que los nuevos pedidos exteriores están aumentando con más rapidez que en los últimos siete meses.

La contribución de las existencias al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre de 2010 fue ligeramente positiva (0,1 puntos porcentuales), tras haber contribuido significativamente en el primer y segundo trimestre del año. El nivel de existencias actual sugiere que se ha producido una cierta reposición de existencias desde el comienzo de 2010, después de la desacumulación observada durante la recesión. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro podría ser ligeramente negativa en lo que resta de 2010. No obstante, este hecho está sujeto a cierta incertidumbre estadística por la manera en la que se estima esta variable.

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

(datos mensuales)



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

- 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables. Excluido el combustible.
- 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Según la segunda estimación de Eurostat, el valor añadido real creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 0,8% del segundo trimestre. La tasa de crecimiento se vio impulsada por el aumento de la actividad en el sector servicios, mientras que la contribución de la actividad industrial a la tasa de variación intertrimestral del valor añadido fue prácticamente nula.

En la industria (excluida la construcción), el valor añadido creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, frente al 2% del trimestre anterior. El valor añadido de los servicios se incrementó un 0,4% en el tercer trimestre de 2010, algo menos que en el trimestre precedente. El valor añadido de la construcción se redujo un 0,7% en el tercer trimestre de 2010, tras el aumento observado en el segundo trimestre. El crecimiento del valor añadido de la construcción en el segundo trimestre fue excepcional, y se debió fundamentalmente a la corrección de la inusual caída registrada en el primer trimestre, que tuvo su origen en las adversas condiciones meteorológicas que afectaron a muchos países de la zona del euro en los meses de invierno.

En lo que se refiere a la evolución durante el cuarto trimestre de 2010, la producción industrial (excluida la construcción) se incrementó en noviembre, y se situó casi un 2% por encima del nivel observado en el tercer trimestre (véase gráfico 29). Los nuevos pedidos industriales crecieron en octubre, pero el nivel alcanzado fue solo ligeramente superior al registrado en el tercer trimestre de 2010. Estos indicadores sugieren un crecimiento sostenido del sector industrial. Mientras tanto, la actividad de la construcción parece seguir estando estancada. La producción de la construcción en octubre se situó aproximadamente un 1% por debajo del nivel observado en el tercer trimestre, y los indicadores de opinión apuntan a una débil evolución de la construcción.

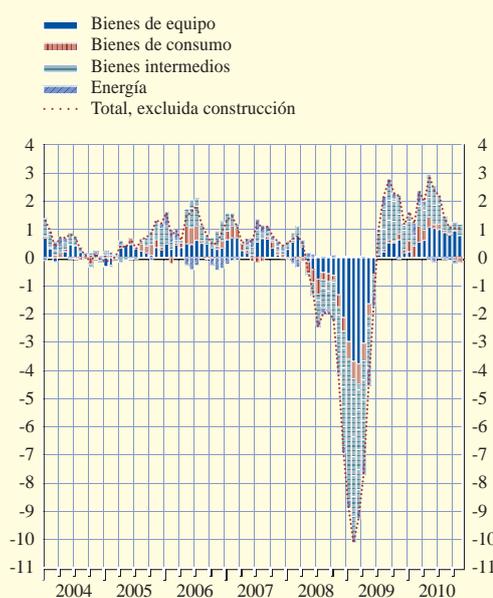
La información procedente de las encuestas muestra que la actividad económica continuó su expansión en el cuarto trimestre de 2010. El índice de directores de compras de las manufacturas mejoró en el cuarto trimestre, en comparación con el trimestre anterior, y se situó cerca de 56. El índice de directores de compras de los servicios se redujo ligeramente en el tercer trimestre, pero se situó en 54,3, lo que indica que la actividad estaba aumentando, aunque a un ritmo algo más lento que en el trimestre precedente (véase gráfico 30). Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, han mejorado y confirman las señales proporcionadas por el índice de directores de compras de que la actividad había crecido en el cuarto trimestre.

### MERCADO DE TRABAJO

La información reciente sugiere que se está produciendo una estabilización en el mercado de trabajo

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

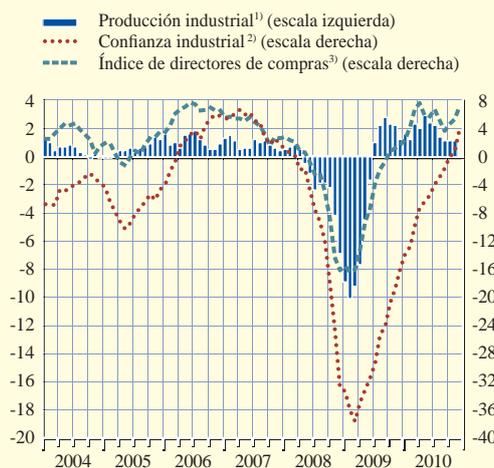
de la zona del euro. Según la segunda estimación de Eurostat, el número de personas ocupadas en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable, en términos intertrimestrales, en los tres primeros trimestres de 2010, lo que constituye una mejora con respecto a la acusada contracción del empleo que se observó en 2009. Las horas trabajadas, que disminuyeron de forma pronunciada durante la recesión, se incrementaron en los tres trimestres.

A nivel sectorial, el empleo aumentó en dos de los tres subsectores de la rama de servicios —servicios financieros y empresariales, y administración pública—, pero no registró cambios en el otro subsector —comercio y transporte—. Se redujo en la industria (excluida la construcción), la construcción y la agricultura (véase cuadro 7 y gráfico 31). Sin embargo, las horas trabajadas se recuperaron en los tres subsectores, así como en la industria (excluida la construcción), lo que está en consonancia con el hecho de que gran parte del descenso en las horas totales trabajadas en 2009 se produjo a través de reducciones en las cuentas de horas individuales más que en el empleo, sobre todo en la industria (excluida la construcción). El resultado de lo anterior es que la recuperación ha sido más intensa en términos de horas trabajadas por ocupado que de aumento del empleo.

En términos anuales, la recuperación del crecimiento del producto de la zona del euro, en conjunción con las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres, ha contribuido al crecimiento positivo de la productividad del trabajo. En tasa interanual, la productividad agregada de la zona del euro (medida

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

(datos mensuales; desestacionalizados)



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

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

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

**Cuadro 7 Crecimiento del empleo**

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

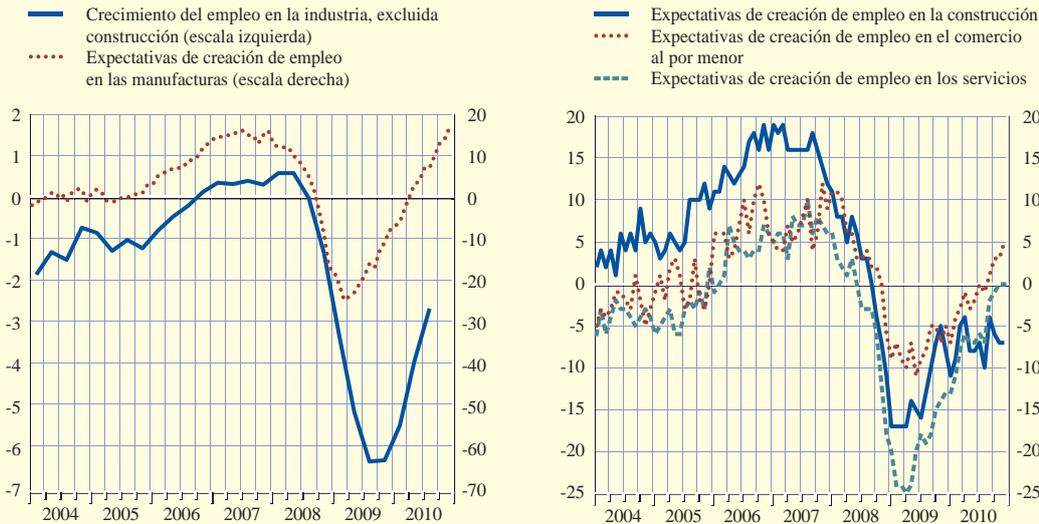
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III	2008	2009	2010 I	2010 II	2010 III
Total de la economía	0,8	-1,8	0,0	0,1	0,0	0,7	-3,3	0,1	0,3	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,7	-2,2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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

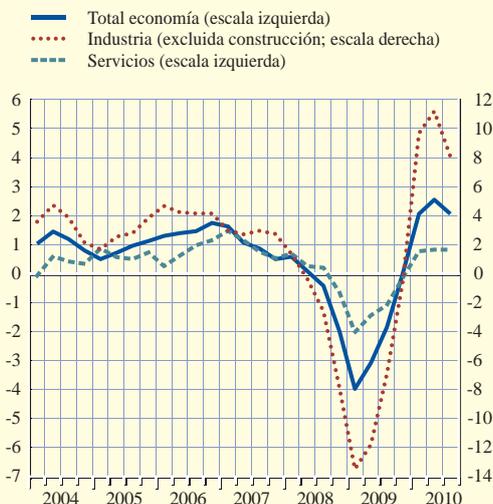


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

como producto por empleado) aumentó en el tercer trimestre de 2010 en un 2,1%, frente al 2,5% del segundo trimestre (véase gráfico 32). La productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, elevándose un 1,3% adicional, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, tras crecer un 1,8% en el segundo trimestre.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

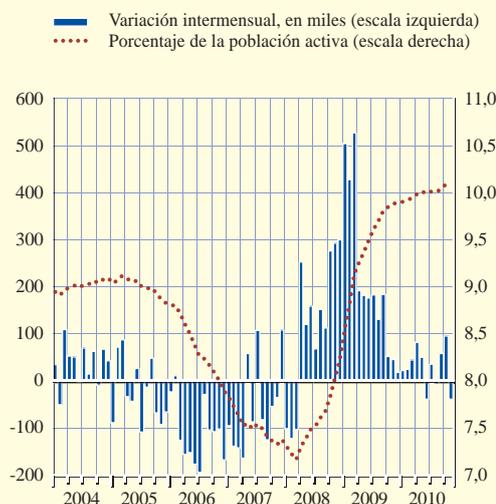
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La tasa de paro de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 10,1% en noviembre, mostrando señales de estabilización, tras haber fluctuado alrededor del 10% desde finales de 2009 (véase gráfico 33). De cara al futuro, los indicadores de opinión apuntan a una nueva estabilización del desempleo de la zona del euro en los próximos meses y a una mejora de las expectativas de creación de empleo en las manufacturas y en los servicios, según la encuesta a los directores de compras y las encuestas de opinión de la Comisión Europea

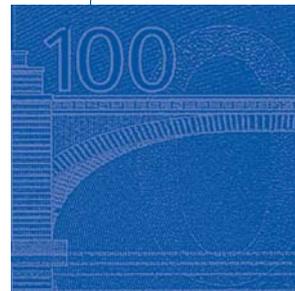
### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, los últimos datos publicados y la evidencia procedente de las encuestas confirman que el positivo dinamismo subyacente de la recuperación se mantuvo hacia finales del 2010. Esta es la misma valoración de las expectativas basadas en encuestas. La recuperación sostenida de la economía mundial, y su efecto positivo sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, sostuvieron la actividad. Dado el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación.

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

## ARTÍCULOS

# EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO



La evolución de los préstamos al sector privado se valora periódicamente como parte de los análisis económico y monetario que realiza el BCE. Esta valoración ha sido especialmente importante y compleja desde el comienzo de las tensiones financieras, ya que las características de las tensiones podrían provocar restricciones específicas sobre el crédito que, a su vez, podrían agravar su impacto macroeconómico. En este artículo se examina la evolución reciente de los préstamos al sector privado y se llega a tres conclusiones generales. En primer lugar, la crisis financiera tuvo diversos efectos sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado de la zona del euro, aunque dichos efectos fueron limitados, debido a las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE. En segundo lugar, la comparación de la evolución observada en los préstamos con regularidades históricas de ciclos anteriores indica que, durante el ciclo económico dicha evolución fue, en general, acorde con lo que cabía esperar, especialmente si se tiene en cuenta la intensidad de la recesión. En tercer lugar, factores relacionados con la oferta de préstamos han ejercido considerables presiones a la baja sobre su crecimiento desde el inicio de las tensiones financieras a mediados de 2007, aunque, en términos cuantitativos, su importancia fue menor que la de otros factores, como los asociados a la demanda. La contracción del crédito que, en ocasiones, fue motivo de conjeturas entre los observadores externos, no se materializó.

### I INTRODUCCIÓN

La intensa desaceleración económica que experimentó la zona del euro entre 2008 y 2009, así como la recuperación observada en los últimos trimestres, coincidieron con fuertes fluctuaciones de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado. Concretamente, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a dicho sector se redujo, en términos nominales, desde una tasa superior al 11% hasta situarse en niveles ligeramente negativos a finales de 2009 y principios de 2010, antes de volver a registrar valores positivos posteriormente (véase gráfico 1).

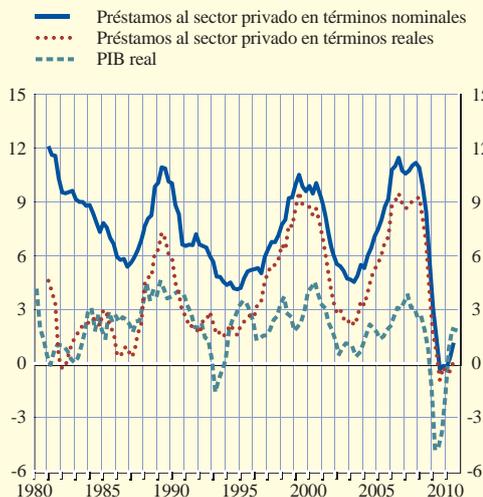
Los ciclos crediticios han sido una característica de las economías avanzadas durante mucho tiempo, y su análisis es importante a efectos de la política monetaria. Ciertamente, para el análisis monetario, la relevancia de la evolución de los préstamos concedidos al sector privado durante el ciclo tiene su origen en el hecho de que son la principal contrapartida del agregado monetario, de modo que su valoración es necesaria para comprender e interpretar la evolución monetaria<sup>1</sup>. Además, en la zona del euro, a diferencia de Estados Unidos, los préstamos bancarios son la fuente de financiación externa más importante, no solo para los hogares, sino también para las sociedades no financieras. Por tanto, desempeñan un papel muy

destacado en la configuración de la evolución de la actividad económica y en la transmisión de la orientación de la política monetaria a la economía<sup>2</sup>.

- 1 Véase, por ejemplo, L. Papademos y J. Stark (editores), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.
- 2 Para más detalles, véase el artículo titulado «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2009.

Gráfico 1 Préstamos de las IFM al sector privado

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: La serie real se ha calculado utilizando el defactor del PIB.

La valoración de la evolución de los préstamos al sector privado ha adquirido particular relevancia desde el comienzo de las tensiones financieras. Entre las principales preguntas que se han planteado durante los tres últimos años se incluyen las siguientes: i) la medida en que los propios mercados de crédito se han convertido en una fuente de inestabilidad, en lugar de simplemente propagar perturbaciones que tienen su origen en otros sectores de la economía; y ii) cuándo se recuperará el crecimiento de los préstamos al sector privado de la caída sin precedentes que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008.

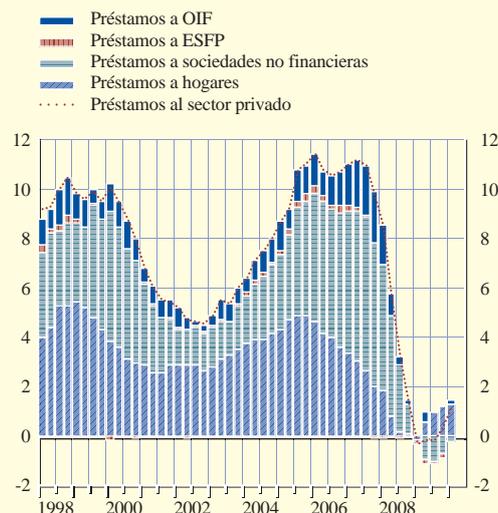
En este contexto, en la segunda sección de este artículo se analiza la evolución reciente de los préstamos al sector privado y el posible impacto causado por la reciente crisis. En la tercera sección se describen los principales hechos estilizados, o regularidades históricas, que caracterizan la evolución de los préstamos al sector privado de la zona del euro. En la cuarta se presenta una descripción de los enfoques alternativos utilizados para estimar el impacto relativo de los factores de oferta y de demanda sobre dicha evolución, y en la última sección se recogen algunas conclusiones.

## 2 EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Para valorar la magnitud del impacto de la crisis financiera reciente sobre la evolución de los préstamos bancarios es útil desglosarla por sectores institucionales individuales, ya que pueden haberse visto afectados de manera diferente por los factores específicos que han actuado durante la crisis. Ciertamente, el análisis que se va a realizar en este artículo se centra principalmente en los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras que, en promedio, han supuesto alrededor del 90% del crecimiento total de los préstamos concedidos al sector privado desde 1998 (véase gráfico 2). Esta sección, después de considerar brevemente algunos de los efectos de la crisis que pueden haber tenido solo un impacto limitado sobre la evolución general de los préstamos al sector privado, se centrará en los efectos de la crisis en el sector bancario. A continuación se

**Gráfico 2 Detalle de los préstamos de las IFM al sector privado**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: «OIF» se refiere a otros intermediarios financieros (no monetarios), y «ESFP» a empresas de seguros y fondos de pensiones.

examinarán las medidas de política monetaria utilizadas para contrarrestar el impacto adverso de la crisis y, por último, la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares durante la crisis.

La crisis financiera, que comenzó a mediados de 2007 y se intensificó tras la quiebra de Lehman Brothers, provocó fuertes fluctuaciones de la actividad económica y de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y líneas de crédito. Aunque es probable que el impacto de estas fluctuaciones explique gran parte de la evolución de los préstamos durante la crisis financiera, también intervinieron otros factores. Por ejemplo, en las fases iniciales de la crisis y como consecuencia de la percepción de que habían aumentado las dificultades para acceder a la financiación bancaria, parece que las empresas utilizaron las líneas de crédito disponibles y, por tanto, mantuvieron el crecimiento del crédito en niveles elevados en unos momentos en los que la actividad económica ya se estaba desacelerando. Entre otros efectos «distorsionadores» se incluye el cierre efectivo de los mercados de titulización e

incluso efectos de «reintermediación bancaria». Sin embargo, su impacto al alza sobre el crecimiento de los préstamos quedó compensado con creces por las titulaciones «retenidas» de las entidades de crédito, que continuaron titulizando préstamos, pero no con el fin de colocarlos en el mercado, sino de utilizar esos valores como activos de garantía en las operaciones de financiación del BCE. En una fase posterior de la crisis, la introducción de «bancos malos» en algunos países también causó un efecto distorsionador a la baja, aunque hasta ahora ha sido limitado, en el crecimiento de los préstamos al sector privado<sup>3</sup>.

En el contexto de la intensificación de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008, las entidades de crédito comenzaron un proceso de desapalancamiento que reflejó su menor capacidad para acceder a determinadas fuentes de financiación, así como intentos de ajustar sus balances. Los principales activos de las IFM de la zona del euro se redujeron sustancialmente en 2009, pero comenzaron a aumentar de nuevo desde principios de 2010. La disminución de los activos y de las ratios de apalancamiento observada en 2009 se debió, en gran medida, a las reducciones de activos exteriores por parte de las IFM, en primer lugar y, posteriormente, de las posiciones cruzadas entre las IFM (operaciones entre IFM). Inevitablemente, los problemas de disponibilidad de fondos en el sistema bancario de la zona del euro causaron cierto impacto sobre los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos y líneas de crédito. No obstante, es posible que este no haya sido un factor determinante de la caída del crecimiento de los préstamos al sector privado, ya que puede que las entidades hayan tratado, en cierto modo, de proteger sus relaciones con prestatarios de dicho sector. En 2010 se reinició la acumulación de activos, impulsada principalmente por los préstamos entre IFM, los activos frente al Eurosistema, los préstamos a las instituciones distintas de IFM de la zona del euro y las adquisiciones de deuda pública, aunque esta acumulación fue muy limitada en verano.

Durante la crisis, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han sido fundamentales para

apoyar al sistema bancario y, por tanto, también a los mercados de crédito indirectamente, ya que han mejorado sustancialmente la liquidez en el mercado y han contribuido a reducir los riesgos de financiación de las entidades de crédito. Aunque estas medidas no evitaron una disminución significativa del crecimiento de los préstamos al sector privado, es muy probable que este descenso hubiese sido más pronunciado si no se hubieran adoptado, habida cuenta de la caída de la actividad económica. Más concretamente, estas medidas, que se conocen como «medidas de apoyo reforzado al crédito», se diseñaron con el fin de mantener las condiciones de financiación y los flujos de crédito por encima de lo que se habría podido conseguir solo mediante reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE. Como consecuencia de la adopción de estas medidas a partir de octubre de 2008, los tipos de interés del mercado monetario, los diferenciales de este mercado y los tipos aplicados a los préstamos bancarios descendieron considerablemente, y la situación de liquidez de las entidades de crédito mejoró (véase gráfico 3)<sup>4</sup>. Estas medidas, al igual que iniciativas posteriores como el programa de adquisiciones de bonos garantizados, han contribuido a sostener la intermediación financiera en la zona del euro y han sido esenciales para mantener la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas.

El crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro comenzó a disminuir gradualmente en 2008 y continuó cayendo durante el primer semestre de 2010. Una explicación de la prolongada debilidad de los préstamos a este sector puede haber sido el grado aparentemente elevado de sustitución de los préstamos bancarios por la emisión de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas que tuvo lugar entre el primer semestre de 2009 y el primer

3 Para un análisis más detallado, véanse el artículo titulado «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2009, y el recuadro titulado «El impacto de los «bancos malos» sobre las estadísticas de balances de las IFM», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2010.

4 Para más detalles, véase el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.

**Gráfico 3** Indicador del nivel de liquidez de las entidades de crédito obtenido de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador representa la valoración de los niveles de liquidez de las entidades de crédito como un factor que afecta a los criterios aplicados para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas. Los porcentajes netos se definen como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que este factor ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación.

semestre de 2010 (véase gráfico 4). En términos más generales, la evolución de la financiación empresarial durante la crisis financiera indica que la debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras obedeció, en gran parte, a una estrategia financiera, según la cual las empresas prefieren recurrir a la financiación interna o a la financiación en los mercados para reducir su endeudamiento y su dependencia de las entidades de crédito. No obstante, a priori no está clara la medida en que estas estrategias y el proceso de desintermediación asociado han sido una reacción a las mayores dificultades de acceso al crédito bancario o un reflejo de los costes relativos de la financiación. También queda por ver hasta qué punto constituye este proceso una tendencia más duradera, que puede hacer que la recuperación de los préstamos sea más débil que en episodios anteriores.

En cuanto a los préstamos concedidos a los hogares, los destinados a adquisición de vivienda y el

**Gráfico 4** Principales fuentes de financiación de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

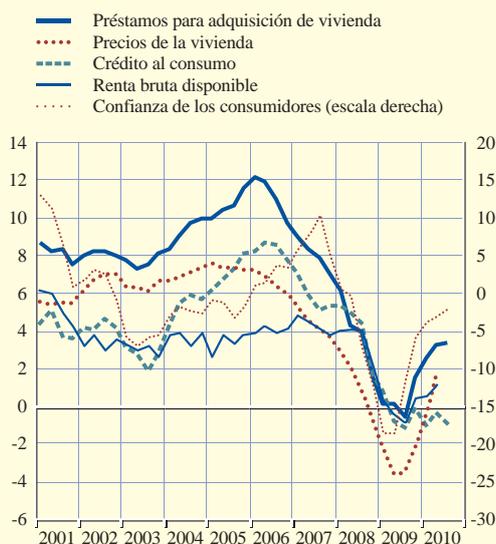


Fuente: BCE.

crédito al consumo han seguido tendencias divergentes en los últimos trimestres. Tras experimentar un acusado descenso entre 2007 y mediados de 2009, que fue paralelo a una disminución similar de los precios de la vivienda, el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda se ha recuperado considerablemente desde entonces (véase gráfico 5). En cambio, el crecimiento del crédito al consumo, que registró una caída igualmente pronunciada en ese mismo período, ha permanecido en niveles negativos en los trimestres más recientes. Por un lado, esto se debe, en parte, al débil crecimiento de la renta disponible, a la persistencia de unos niveles reducidos de confianza de los consumidores y al elevado grado de incertidumbre. Por otro, las diferencias observadas en la evolución de estos dos importantes componentes de los préstamos a los hogares, así como la debilidad de los préstamos a las sociedades no financieras, pueden estar relacionadas con la preferencia de las entidades de crédito, en épocas en las que se

**Gráfico 5 Préstamos a hogares, renta disponible, precios de la vivienda y confianza de los consumidores**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La confianza de los consumidores se presenta como la desviación con respecto a la media a largo plazo.

percibe la existencia de riesgos macroeconómicos, por conceder préstamos para adquisición de vivienda, ya que están garantizados y pueden utilizarse con mayor facilidad para respaldar bonos garantizados, cuyo mercado se ha recuperado mientras tanto. Como la evolución del mercado de la vivienda ha sido muy diferente en los distintos países de la zona del euro en los últimos años, es poco probable que el argumento relativo a los préstamos garantizados sea igualmente válido para todos los países. Sin embargo, para la zona del euro en su conjunto, el impacto de la crisis financiera sobre los préstamos para adquisición de vivienda ha sido menos intenso y persistente que en otras áreas económicas, debido a la ausencia de mercados hipotecarios *subprime* importantes y al hecho de que es muy posible que la vivienda siga percibiéndose como una inversión más segura a largo plazo, mientras que, actualmente, la mayoría de las demás inversiones a largo plazo se consideran inciertas o que ofrecen una rentabilidad reducida.

En general, la crisis financiera y las respuestas de los participantes en el mercado y de las políticas

macroeconómicas han originado una serie de factores que podrían explicar la medida en que, en los tres últimos años, el crecimiento de los préstamos ha mostrado un comportamiento diferente del que habría cabido esperar a partir de los principales determinantes macroeconómicos. En la tercera sección se considera hasta qué punto ha sido diferente la evolución del crecimiento de los préstamos.

### 3 REGULARIDADES HISTÓRICAS

Los hechos estilizados o regularidades históricas del ciclo económico constituyen un punto de referencia de utilidad para valorar la evolución de los préstamos y las perspectivas al respecto. Naturalmente, ningún ciclo es exactamente igual y, por tanto, es de esperar que se produzcan algunas desviaciones con respecto a dichas regularidades. No obstante, son importantes para valorar la intensidad del efecto de factores específicos en los mercados de crédito y en la economía en general en un momento determinado. Ciertamente, una pregunta que se ha planteado con frecuencia en los últimos meses ha sido si el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras comenzará a recuperarse transcurrido aproximadamente un año desde el inicio de la recuperación del crecimiento del PIB real, como se ha observado en ciclos económicos anteriores, o si factores específicos podrían aplazar el repunte.

Entre 1980 y 2010, los préstamos concedidos por las IFM al sector privado de la zona del euro aumentaron a una tasa interanual media de alrededor del 7,5%, en términos nominales, o el 4,1% en términos reales (véase cuadro). El crecimiento interanual medio de sus dos principales componentes sectoriales, los préstamos a los hogares y los préstamos a las sociedades no financieras, fue similar, tanto en términos nominales como reales. Estas tasas de crecimiento, especialmente las tasas en términos reales, pueden utilizarse como referencia de la fortaleza que cabe esperar que registre el crecimiento de los préstamos en la mitad del ciclo si no existen factores distorsionadores.

## Hechos estilizados sobre los préstamos al sector privado durante el ciclo económico en la zona del euro

(porcentaje; tasas de variación interanual; número de trimestres)

	Ponderación media	Crecimiento medio	Desviación típica	Características durante el ciclo económico		
				Ciclicidad	Correlación máxima	Adelanto/retardo medio
Préstamos al sector privado	100,0	7,5	2,7	Procíclicos	65,4	-2
Préstamos a hogares	47,7	7,6	2,4	Procíclicos	60,7	1
Préstamos para adquisición de vivienda	28,5	9,2	3,1	Procíclicos	50,6	1
Crédito al consumo	7,0	6,7	3,2	Procíclicos	50,9	1
Otros préstamos a hogares	12,0	4,7	2,8	Procíclicos	32,9	-1
Préstamos a sociedades no financieras	44,4	7,4	4,1	Procíclicos	70,7	-3
Préstamos hasta un año	29,3	6,1	6,9	Procíclicos	75,0	-3
Préstamos a más de un año	15,1	8,1	3,2	Procíclicos	55,2	-3
Préstamos a instituciones financieras	7,9	8,5	12,1	Acíclicos	7,7	7

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Basados en las tasas de crecimiento interanual de datos nominales trimestrales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1980 y el tercer trimestre de 2010, salvo indicación en contrario.

En cuanto a las características cíclicas del crecimiento de los préstamos al sector privado, puede observarse que el crecimiento interanual del total de préstamos y de los principales componentes es de carácter procíclico, es decir, tienden a mostrar una correlación positiva con el crecimiento del PIB real. Además, su grado de asociación con el ciclo tiende a ser elevado, como señala el alto valor de la correlación máxima. No obstante, el adelanto o el retardo medio del crecimiento de los préstamos tiende a variar en los distintos componentes (véase la última columna del cuadro). Ciertamente, aunque el crecimiento total de los préstamos al sector privado tiende a ir dos trimestres a la zaga del ciclo, en promedio, esto oculta patrones diferentes en los dos componentes principales. En particular, mientras que el crecimiento de los préstamos concedidos a los hogares tiende a adelantarse al ciclo un promedio de un trimestre, el de los préstamos a las sociedades no financieras tiende a presentar un retardo de unos tres trimestres. Adelantos y retardos similares se observan en los puntos de giro de las tasas de crecimiento interanual del total de préstamos y de los principales componentes, en comparación con los del crecimiento del PIB real, y los adelantos y retardos medios son también muy similares para estas series en términos reales y nominales<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, las correlaciones dinámicas indican que aunque el retardo observado en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras es estadísticamente significativo, no lo es el adelanto registrado en el crecimiento de los préstamos a los hogares. En otras

palabras, el crecimiento de los préstamos a los hogares puede clasificarse más apropiadamente como coincidente en relación con el ciclo, con un rango de incertidumbre relativamente amplio en la relación cíclica adelanto/retardo medio.

Es probable que diversos factores expliquen estas diferencias en los adelantos y retardos medios de los principales componentes de los préstamos. Por ejemplo, el carácter adelantado, o coincidente, del crecimiento de los préstamos a los hogares puede deberse a que este sector ajusta su comportamiento de gasto con relativa rapidez cuando se observan señales que apuntan a una nueva fase del ciclo económico. La caída de los precios de la vivienda y de los tipos de interés durante las desaceleraciones, por ejemplo, suele animar a algunos hogares a reanudar su demanda de préstamos para adquisición de vivienda cuando aumentan las expectativas de recuperación. En cambio, el patrón de retardo de los préstamos a las sociedades no financieras puede tener su origen en el hecho de que las empresas disponen de fuentes de financiación alternativas y pueden recurrir primero a la financiación interna, cuya disponibilidad aumenta a medida que mejoran los flujos de efectivo durante el repunte, o pueden financiarse mediante la emisión de valores. Al mismo tiempo, puede que otros factores también sean relevantes, como la posible preferencia de las entidades de crédito durante una

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, la evidencia analizada en el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2009.

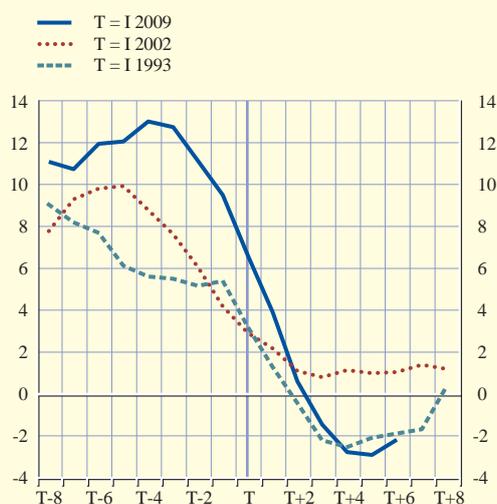
recuperación por aumentar los préstamos a los hogares, en lugar de a las empresas, porque los préstamos a los hogares, principalmente los destinados a adquisición de vivienda, están mejor garantizados, y porque la situación del balance de las empresas tarda un tiempo en mejorar.

Para interpretar la evolución reciente de los préstamos en términos de regularidades históricas puede resultar de interés centrarse en episodios de fuerte desaceleración. Al comparar la evolución de los préstamos a principios de la década de los noventa, a comienzos de la década de dos mil y las fluctuaciones actuales, se debe tener presente el hecho de que, en términos históricos, la recesión reciente fue mucho más intensa, pero también la fortaleza de la recuperación registrada en los últimos trimestres. Para realizar comparaciones históricas es más adecuado centrar la atención en las series de préstamos en términos reales, es decir, los préstamos deflactados por el deflactor del PIB, ya que el aumento de las tasas de inflación observado a principios de los años noventa, por ejemplo, distorsionaría la imagen. El gráfico 6 muestra que el

crecimiento interanual de los préstamos en términos reales a las sociedades no financieras ha descendido más en los últimos trimestres que en todos los episodios anteriores considerados, aunque la diferencia con respecto al período de principios de la década de los noventa es menor. No obstante, si el nivel mínimo registrado en el crecimiento interanual de los préstamos en términos reales en el primer trimestre de 2010 queda confirmado por datos futuros, esto situaría el repunte en unos cuatro trimestres después que el del crecimiento del PIB real, muy similar a la evolución histórica observada, en promedio, incluida la registrada en las recuperaciones de principios de la década de los noventa y de la de dos mil. El crecimiento de los préstamos en términos reales a los hogares se redujo de manera más acusada durante la desaceleración reciente que en otras anteriores (véase gráfico 7). Sin duda, esto se debió al hecho de que la contracción registrada en el mercado de la vivienda fue mucho más intensa en el episodio más reciente. Además, en este último episodio, parece que el crecimiento de los préstamos en términos reales a los hogares alcanzó un punto de giro dos trimestres

**Gráfico 6 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras durante las principales desaceleraciones y recuperaciones desde 1990**

(tasas de variación interanual)

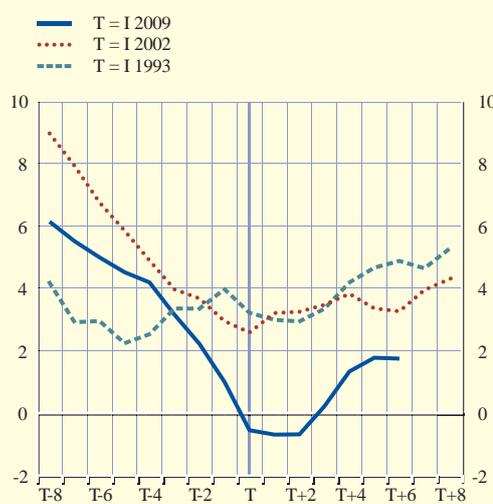


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Puntos de giro identificados por el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a la serie de tasas de crecimiento interanual. El período T representa un trimestre en el que se identificó un mínimo en el crecimiento del PIB real durante una desaceleración importante.

**Gráfico 7 Préstamos de las IFM a los hogares durante las principales desaceleraciones y recuperaciones desde 1990**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

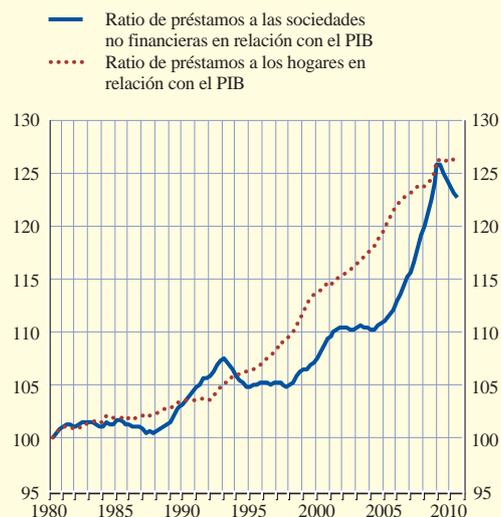
Notas: Puntos de giro identificados por el algoritmo de Bry-Boschan aplicado a la serie de tasas de crecimiento interanual. El período T representa un trimestre en el que se identificó un mínimo en el crecimiento del PIB real durante una desaceleración importante.

después del observado en el crecimiento del PIB real. Esta evolución contrasta con el patrón típico de adelanto, o coincidente, del crecimiento de los préstamos en términos reales a los hogares, pero no carece de precedentes, ya que también fue patente en la desaceleración que se produjo a principios de la década de los noventa. No obstante, el reciente repunte del crecimiento de los préstamos en términos reales concedidos a este sector parece haber sido más pronunciado que en recuperaciones anteriores, lo que puede deberse a que, en los episodios anteriores, el crecimiento de los préstamos en términos reales había disminuido mucho menos.

Pese a que el crecimiento de los préstamos en términos reales concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares se redujo más durante la última desaceleración que en episodios anteriores, si se tiene en cuenta la intensidad de la reciente recesión, esta disminución no parece haber sido excesiva. Por ejemplo, en los últimos trimestres, la ratio de préstamos a las sociedades no financieras en relación con el PIB experimentó una caída similar a la de principios de los años noventa, mientras que la ratio de préstamos a los hogares en relación con el PIB se ha mantenido prácticamente estable en los últimos trimestres, al igual que sucedió a principios de la citada década (véase gráfico 8). La

**Gráfico 8 Ratios de los saldos vivos de préstamos de las IFM en relación con el PIB (normalizadas)**

(porcentaje: II 1980 = 100)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

opinión de que, una vez se toma en consideración la debilidad de la actividad económica, la evolución reciente es acorde, en general, con las regularidades históricas, queda confirmada por la valoración basada en un modelo de vectores autorregresivos (VAR) bayesianos (véase recuadro 1).

#### Recuadro 1

#### VALORACIÓN BASADA EN MODELOS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

La intensidad de la crisis financiera y de la desaceleración económica experimentadas recientemente ha suscitado la cuestión de si las relaciones estructurales que regían la economía de la zona del euro antes de la crisis han seguido siendo válidas, tanto durante como después de la crisis. Giannone et al. describen un modelo amplio de vectores autorregresivos (VAR) bayesianos (con 42 variables) para la zona del euro que capta las complejas relaciones dinámicas existentes entre las variables macroeconómicas, financieras, crediticias y monetarias en el período que precedió a la crisis (es decir, antes de agosto de 2007)<sup>1</sup>. El objetivo del modelo utilizado en este recuadro es valorar si la evolución de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras (el componente con la respuesta cíclica más intensa del total de préstamos a las sociedades no financieras) en el período de

<sup>1</sup> Para una descripción completa del modelo, véase D. Giannone, M. Lenza y L. Reichlin, «Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area», en L. Papademos y J. Stark (editores), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010, pp. 252-262.

la crisis financiera y la recesión recientes, puede explicarse por las relaciones económicas existentes antes de la crisis, después de controlar los efectos derivados de la intensidad de esta última recesión económica.

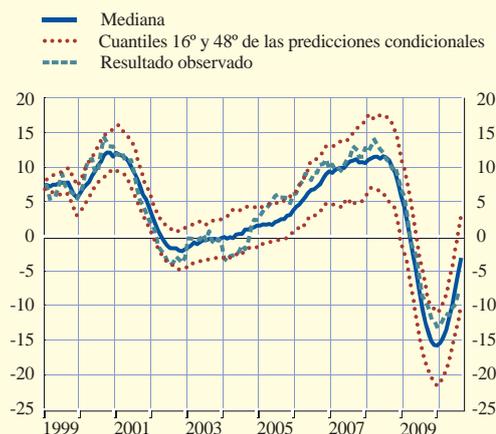
Con el fin de tener en cuenta la estructura económica de la zona del euro antes de la crisis financiera, el modelo se estima con datos para el período comprendido hasta julio de 2007. A continuación, dados los parámetros estimados por el modelo VAR, se calculan las expectativas para todas las variables incluidas en el modelo para el período comprendido entre enero de 1999 y agosto de 2010, condicionadas a: i) los valores de todas las variables hasta diciembre de 1998, y ii) únicamente los de las variables macroeconómicas reales (es decir, la producción industrial en la zona del euro y en Estados Unidos, y el desempleo en la zona del euro) entre enero de 1999 y agosto de 2010. De este modo, las predicciones solo están supeditadas a las perturbaciones que determinaron el ciclo económico en la zona del euro en la pasada década. Por último, las expectativas condicionales se comparan con los resultados correspondientes.

En vista del hecho de que los parámetros estimados por el modelo VAR reflejan la estructura económica de la zona del euro hasta julio de 2007, la comparación de las predicciones del modelo y el resultado observado debe interpretarse de manera diferente al considerar los períodos previos y posteriores a la crisis. Si para una variable específica ya aparecen diferencias importantes entre ambos datos en el período anterior a la crisis, la conclusión más plausible es que la variable considerada no sea muy cíclica, es decir, que fuentes de fluctuaciones distintas de las perturbaciones que determinan el ciclo económico sean relevantes para explicar su evolución. La comparación de los resultados y las expectativas para el período anterior a la crisis basados en variables de la actividad real pueden considerarse un examen preliminar del carácter cíclico de las variables incluidas en el modelo.

En cambio, si surgen discrepancias importantes entre el resultado y las expectativas, sobre todo en el período posterior a la crisis, en tal caso es más probable que se deban a un cambio en las relaciones dinámicas que vinculan las variables al resto de la economía. En el gráfico se presentan los resultados del ejercicio anteriormente mencionado para las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras. La línea verde discontinua se refiere al resultado observado, mientras que la línea azul continua y las dos líneas rojas punteadas se refieren a la mediana y a los cuantiles 16° y 48°, respectivamente, de la distribución de las predicciones, y muestra que ambas cifras son muy similares durante el período analizado para las citadas tasas, y que no se registraron anomalías durante la crisis. Además, parece que la evolución de los préstamos en el período posterior a la crisis no resultó muy sorprendente, habida cuenta de la situación del ciclo económico. En otras palabras, durante la crisis financiera, no parece que los mercados de crédito de la zona del euro se comportaran de manera distinta de lo que habría cabido esperar en función del estado y de las perspectivas del ciclo económico y de las regularidades empíricas del período anterior a la crisis.

### Préstamos a corto plazo concedidos por las IFM a las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Notas: La línea azul continua del gráfico es la mediana, mientras que las líneas rojas punteadas representan los cuantiles 16° y 48° de la distribución de las predicciones condicionales. La línea verde discontinua se refiere al resultado observado.

#### 4 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA DEMANDA FRENTE A LOS QUE INFLUYEN EN LA OFERTA

##### CONSIDERACIONES GENERALES

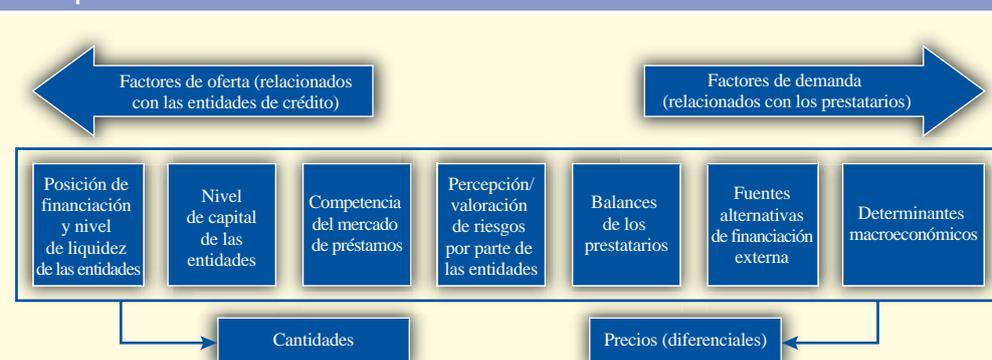
Aunque las regularidades históricas constituyen un punto de referencia útil, no permiten realizar una distinción entre las influencias por el lado de la demanda y por el de la oferta en la evolución de los préstamos, lo que es importante desde la perspectiva de la política económica. Por ejemplo, las repercusiones para esta son muy distintas si los préstamos al sector privado no crecen lo suficiente como para apoyar a la economía debido a una menor disponibilidad de capital y de fuentes de financiación estables en el sistema bancario, o porque los posibles prestatarios no solicitan préstamos por un gasto y unas oportunidades de inversión limitados. Al mismo tiempo, los factores de oferta y de demanda resultan muy difíciles de valorar por diversos motivos.

En primer lugar, desde un punto de vista conceptual, en ocasiones resulta difícil distinguir los factores relacionados con la oferta de crédito de otros factores. En general, la oferta de crédito está determinada por la capacidad y la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos que, a su vez, pueden depender de factores relacionados con la propia situación de financiación de las entidades, de la disponibilidad y el precio de la financiación que se refleja en la gestión de la liquidez, de las restricciones asociadas a su nivel de

capital (que también dependen de la composición de sus carteras de activos) y de la competencia de otras entidades en el mercado de préstamos (véase gráfico 9). Los factores anteriormente mencionados están relacionados principalmente con efectos por el lado de la oferta, pero es posible que en otros casos actúen simultáneamente factores de oferta y de demanda, que pueden solaparse o interferirse. Por ejemplo, un canal de influencia en la evolución de los préstamos en los que el solapamiento es más obvio es la percepción de las entidades de crédito de los riesgos asociados a posibles prestatarios. La clasificación de este factor como factor relacionado con la oferta o la demanda depende de la información a disposición de las entidades de crédito, de cómo evalúan el riesgo y de su nivel de aversión al riesgo, así como de la situación efectiva de los balances de los prestatarios y de sus perspectivas económicas. Desde el punto de vista de los posibles prestatarios, la demanda de préstamos se ve afectada por las condiciones y las perspectivas macroeconómicas generales, por la situación específica de los prestatarios (como los balances y los ingresos de empresas y hogares concretos) y por las perspectivas relacionadas con fuentes de financiación alternativas y su disponibilidad (acceso y precio), como los valores de renta fija y la financiación interna en el caso de las sociedades no financieras.

Aunque el racionamiento del crédito con frecuencia se entiende en términos de cantidades, la oferta

**Gráfico 9 Presentación esquemática de factores de oferta y de demanda que influyen en la evolución de los préstamos**



Fuente: BCE.

también puede reducirse a través de factores incluidos en el precio (como es el caso de las primas de riesgo). En general, el volumen de préstamos que se ofrece al mercado dependerá de su precio, al igual que la cantidad de préstamos solicitados, de forma que los precios siempre influirán en las cantidades. Por diversos motivos relacionados, por ejemplo, con problemas de asimetrías de información, las entidades de crédito pueden restringir los préstamos incluso si los prestatarios están dispuestos a pagar el precio exigido (como sucedería al aceptar condiciones específicas relacionadas con el precio). El caso extremo de estas restricciones en las condiciones no relacionadas con el precio es una «contracción del crédito», que se produce cuando las entidades de crédito restringen la oferta de préstamos con independencia de la disposición de los prestatarios a pagar el precio exigido o un precio más alto.

En segundo lugar, la medición de estos factores es una tarea compleja. A tal fin es importante realizar un seguimiento y analizar varios indicadores relevantes. A este respecto, la perspectiva sectorial es clave, ya que es probable que los préstamos a los hogares, a las sociedades no financieras y a otros intermediarios financieros estén determinados, en cierta medida, por factores diferentes. Además, es necesario combinar distintos tipos de indicadores. Por ejemplo, es importante valorar un posible descenso del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras conjuntamente con las fuentes de financiación alternativas de las empresas, lo que puede apuntar a una simple sustitución de fuentes de financiación. Si ese es el caso, resulta de utilidad valorar si dicha sustitución es voluntaria o forzosa, en cuyo caso deben tenerse en cuenta otros indicadores relacionados con el coste de estas fuentes de financiación alternativas (diferenciales alternativos). También puede obtenerse información relevante de encuestas, como la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE y la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro. Aunque la valoración de los indicadores y los datos disponibles puede contribuir sustancialmente a interpretar la evolución de los préstamos, el análisis debe completarse con estimaciones cuantitativas

de la importancia relativa de los factores de oferta y de demanda.

En tercer lugar, con frecuencia, las estimaciones de los factores de oferta y de demanda dependen del modelo utilizado, y varían en función del enfoque y de las especificaciones del modelo. Se pueden realizar estimaciones a partir de enfoques que comprenden desde modelos basados en series temporales, como regresiones usando indicadores obtenidos de la encuesta sobre préstamos bancarios, hasta modelos estructurales, como un modelo VAR estructural o modelos de equilibrio general dinámico y estocástico. Se ha de tener presente que las estimaciones de la influencia de factores relacionados con la oferta de crédito obtenidas a partir de estos modelos también pueden variar porque cada enfoque capta factores distintos cuyos efectos no se corresponden plenamente. Ciertamente, los modelos basados en series temporales son los que mejor pueden captar alguna correlación entre los indicadores procedentes de encuestas que pueden asociarse a la oferta de crédito y la evolución de los préstamos. En cambio, como los modelos estructurales tienen su origen en la teoría económica, permiten realizar un análisis de causalidad y se sustentan en una diferenciación entre las perturbaciones de carácter estructural que son resultado de cambios inesperados en el comportamiento típico o en desviaciones respecto a dicho comportamiento, y los mecanismos de transmisión. Las primeras, que pueden incluir alteraciones de la oferta de crédito, por ejemplo, conllevan factores que generan fluctuaciones que luego se transmiten mediante diversos mecanismos de propagación, de los que algunos actúan a través de los mercados de crédito. En general, conviene contrastar los resultados obtenidos de los distintos enfoques, aunque es importante tener presente el carácter diferente de las estimaciones.

#### EVIDENCIA BASADA EN ENCUESTAS

Se puede obtener evidencia cualitativa acerca de la importancia de diversos factores de oferta y de demanda que influyen en la evolución de los préstamos, a partir de indicadores obtenidos de la encuesta sobre préstamos bancarios, que proporciona información sobre la demanda de préstamos y sobre los

critérios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos y líneas de crédito<sup>6</sup>.

Al utilizar el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos de la encuesta sobre préstamos bancarios como indicador de la influencia de la oferta sobre la evolución de los préstamos, se ha de tener presente que esta serie incluye factores diferentes que pueden clasificarse en tres grupos («percepción de riesgos», «disponibilidad de fondos» y «competencia»). Los factores relacionados con la «percepción de riesgos» resumen la valoración de las entidades de crédito del impacto de las condiciones macroeconómicas sobre los perfiles de riesgo y la solvencia de los prestatarios. Esto puede considerarse una influencia por el lado de la oferta en la medida en que determina la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos. No obstante, hasta cierto punto, refleja también una reacción habitual durante el ciclo económico que no indica un efecto por el lado de la oferta, en los casos en los que el propio sector bancario es el origen de la reducción del crédito. A este respecto, el factor que pue-

de interpretarse como factor «puro» de oferta es la «disponibilidad de fondos» (en el sentido de que sirve para aproximar el «canal del crédito bancario» de la transmisión de la política monetaria), ya que se asociaría a un escenario de contracción del crédito, por ejemplo, mientras que la «percepción de riesgos» también incluye información relacionada con la demanda de préstamos. El factor «competencia» incluye la competencia de otras entidades de crédito, de entidades no bancarias y de la financiación en los mercados. Aunque este factor ha desempeñado un destacado papel en el pasado, ha demostrado ser menos importante para explicar la evolución en el ciclo durante la crisis financiera, y por tanto no se va a analizar en los apartados que siguen a continuación.

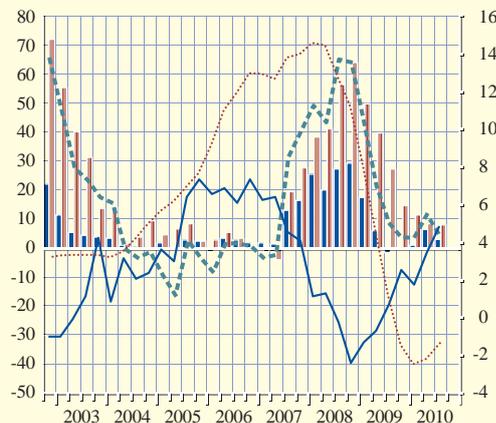
Los gráficos 10 y 11 muestran que, en 2008, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito resultante de factores relacionados con la disponibilidad de fondos alcanzó el nivel más elevado obser-

6 Véase el *Bank Lending Survey for The euro area*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.

**Gráfico 10 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras e indicadores relacionados de la encuesta sobre préstamos bancarios**

(porcentaje neto; tasas de variación interanual)

■ Disponibilidad de fondos  
 ■ Percepción de riesgos  
 ■ Criterios aplicados para la aprobación de préstamos  
 ■ Demanda de préstamos  
 ■ Préstamos a las sociedades no financieras (escala derecha)

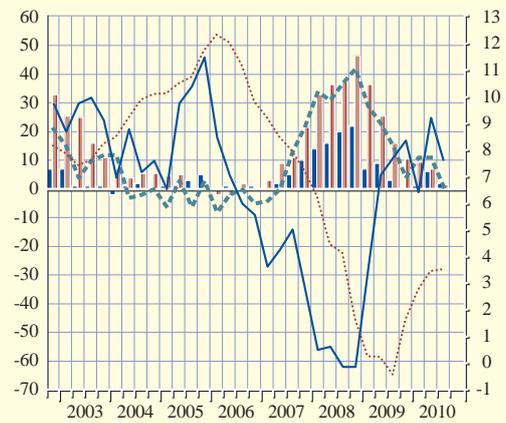


Fuente: BCE.

**Gráfico 11 Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda e indicadores relacionados de la encuesta sobre préstamos bancarios**

(porcentaje neto; tasas de variación interanual)

■ Disponibilidad de fondos  
 ■ Percepción de riesgos  
 ■ Criterios aplicados para la aprobación de préstamos  
 ■ Demanda de préstamos  
 ■ Préstamos para adquisición de vivienda (escala derecha)



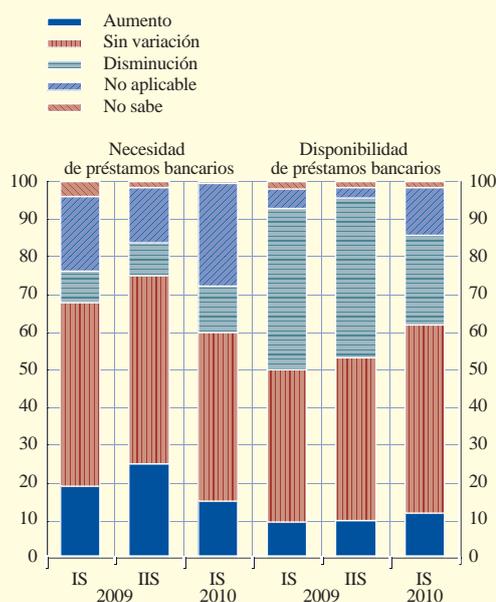
Fuente: BCE.

vado desde que comenzó a realizarse la encuesta sobre préstamos bancarios (a principios de 2003, con información a partir de finales 2002) tanto en el caso de las sociedades no financieras como en el de los hogares (préstamos para adquisición de vivienda). Esto indica que es posible que las restricciones «puras» por el lado de la oferta para la concesión de préstamos bancarios hayan sido la causa de una parte significativa de la desaceleración observada en esta actividad. Los datos de la encuesta también indican que, en términos relativos, los factores que se resumen en la categoría denominada «percepción de riesgos» claramente han desempeñado un papel bastante más relevante. La importancia de la evolución de la demanda de préstamos queda confirmada por su indicador, que ha caído de forma acusada desde el comienzo de la crisis financiera y que registró mínimos históricos hacia finales de 2008. A partir de 2009, los criterios aplicados para la aprobación de préstamos se han endurecido de forma gradualmente decreciente, mientras que la disponibilidad de fondos ha tenido una influencia menor y la demanda parece haberse recuperado progresivamente.

La evidencia procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios puede complementarse con los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro. La encuesta más reciente sugiere que las empresas de menor tamaño se vieron afectadas por restricciones en la oferta de crédito en mayor medida que las empresas más grandes en 2009 y en el primer semestre de 2010<sup>7</sup>. Al mismo tiempo, esta encuesta indica que las necesidades de financiación externa tendieron a disminuir en el primer semestre de 2010, posiblemente debido a la mejora de la situación en lo que respecta a la financiación interna (véase gráfico 12). Además, se observaron algunas señales de mejora en la disponibilidad de financiación externa. En general, la percepción de las pequeñas y las medianas empresas continuó siendo que la disponibilidad de fuentes de financiación externa se había deteriorado en general, aunque parece que este deterioro fue bastante menos acusado que en 2009. Los resultados de la encuesta también apuntan a una mayor tasa de éxito al solicitar un préstamo

**Gráfico 12 Valoración de las pymes de la zona del euro de sus necesidades de préstamos bancarios y de su disponibilidad**

(porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Nota: IS 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

bancario y a una disposición algo mejor de las entidades de crédito a conceder préstamos, en un contexto de mejora general de las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas. La percepción de la situación de las grandes empresas fue más favorable que las de las pymes. Ciertamente, las grandes empresas señalaron que, en el primer semestre de 2010, la disponibilidad de financiación externa había aumentado, en términos netos, en casi todas las fuentes de financiación existentes.

En general, los datos procedentes de las encuestas indican que los factores de oferta supusieron una limitación para el crecimiento de los préstamos al sector privado durante la mayor parte de 2008 y 2009, pero también indican que su influencia ha disminuido considerablemente en los últimos trimestres. Los datos también sugieren que factores de demanda desempeñaron un papel clave durante la crisis y la subsiguiente recuperación.

<sup>7</sup> Véase el *Survey on The access to finance of SMES in the euro area: March to September 2010*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010.

## EVIDENCIA BASADA EN MODELOS

Aunque los modelos en forma reducida pueden proporcionar algunas estimaciones del impacto de determinados factores de oferta sobre el crecimiento de los préstamos, únicamente los modelos estructurales permiten realizar un análisis de causalidad. Para ilustrar este enfoque, los gráficos 13 y 14 muestran la descomposición del crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares distinguiendo las contribuciones de distintas perturbaciones utilizando un modelo VAR estructural. El modelo identifica, entre otras, las perturbaciones en la oferta de préstamos, imponiendo restricciones de signo a las funciones impulso-respuesta basadas en la teoría económica (para más detalles, véase el recuadro 2). La descomposición sugiere que las perturbaciones en la oferta de préstamos no han sido uno de los principales factores determinantes del crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero desde que comenzara la crisis financiera a mediados de 2007, si bien su impacto ha sido reseñable, especialmente en algunos trimestres.

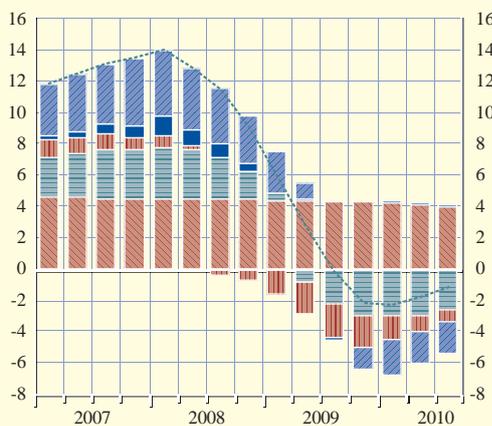
Durante la fase inicial de la crisis financiera, las perturbaciones en la oferta de préstamos tuvieron un efecto positivo, que desapareció gradualmente. En el segundo trimestre de 2009, estas perturbaciones empezaron a causar un notable impacto a la baja sobre el crecimiento de los préstamos. En términos relativos, afectaron en mayor medida al patrón de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras que al de los hogares. Ciertamente, con arreglo a estas estimaciones, en el caso de las empresas, estas perturbaciones supusieron casi la mitad de la desviación a la baja del crecimiento de los préstamos respecto al crecimiento tendencial registrado entre el segundo trimestre de 2009 y el tercer trimestre de 2010. En cambio, en el caso de los préstamos a los hogares, solo representaron alrededor de una cuarta parte del impacto a la baja en ese mismo período.

Al mismo tiempo, otras perturbaciones, especialmente las de demanda agregada (una categoría que incluye perturbaciones que afectan al

**Gráfico 13** Descomposición histórica del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro basada en un modelo VAR estructural

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Contribución de perturbaciones de la oferta agregada
- Contribución de perturbaciones de la demanda agregada
- Contribución de perturbaciones en la oferta de crédito
- Contribución de otras perturbaciones
- Previsión base (tendencia)
- Préstamos a las sociedades no financieras

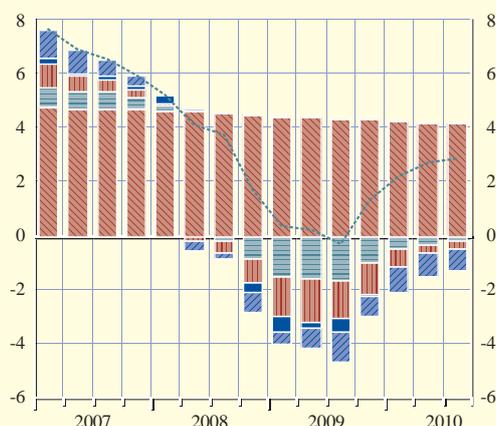


Fuente: BCE.

**Gráfico 14** Descomposición histórica del crecimiento de los préstamos a los hogares de la zona del euro basada en un modelo VAR estructural

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Contribución de perturbaciones de la oferta agregada
- Contribución de perturbaciones de la demanda agregada
- Contribución de perturbaciones en la oferta de crédito
- Contribución de otras perturbaciones
- Previsión base (tendencia)
- Préstamos a los hogares



Fuente: BCE.

consumo, a la inversión, a la política fiscal y a la política monetaria) parecen haber contribuido sensiblemente a la moderación observada recientemente en el crecimiento de los préstamos. Este tipo de perturbaciones probablemente implicó una respuesta sistemática de la demanda y la oferta de préstamos (como parte de los mecanismos de propagación) que puede explicar gran parte del crecimiento de los préstamos. Estas perturbaciones empezaron a afectar negativamente a la evolución del crecimiento de los préstamos a mediados de 2008, antes de que se produjeran perturbaciones en la oferta de crédito, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras. Por tanto, la evidencia que aporta este modelo indica que, aunque las perturbaciones en la oferta de préstamos han desempeñado un papel no desdeñable, otros factores han configurado, en gran medida, el patrón de crecimiento de los préstamos al sector privado desde el comienzo de la crisis financiera, de

los que muchos pueden asociarse a factores de demanda.

Los modelos estructurales pueden tener en cuenta varios canales importantes a través de los cuales las perturbaciones en la oferta de préstamos influyen en la economía, demostrando que pueden afectar al PIB real de diversas maneras. En el recuadro 2, titulado «Análisis del impacto de factores de oferta del crédito sobre la actividad económica utilizando modelos estructurales», se describe la manera en que modelos estructurales alternativos pueden mejorar el análisis del impacto de factores relacionados con la oferta de crédito sobre la economía en su conjunto. La principal conclusión del análisis que se presenta en el recuadro, es que el impacto de los factores de oferta del crédito sobre el crecimiento interanual del PIB real ha sido significativo, especialmente en 2009, aunque disminuyó gradualmente en 2010 y pasó a tener una importancia secundaria en el tercer trimestre.

## Recuadro 2

### ANÁLISIS DEL IMPACTO DE FACTORES RELACIONADOS CON LA OFERTA DE CRÉDITO SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA UTILIZANDO MODELOS ESTRUCTURALES

Los modelos estructurales, ampliamente definidos en este recuadro como modelos que tienen un vínculo directo con la teoría económica, constituyen un punto de referencia natural para identificar y realizar un análisis cuantitativo de los factores que determinan la evolución de los préstamos al sector privado. Estos modelos incluyen una amplia gama de enfoques, que abarcan desde modelos con mayor base teórica, como los modelos de equilibrio general dinámico y estocástico (modelos DSGE), hasta modelos que se basan en mayor medida en datos, como los modelos de vectores autorregresivos (modelos VAR) estructurales. Estos modelos permiten realizar un análisis de causalidad del impacto sobre la economía de factores relacionados con el crédito y tienen en cuenta (más o menos explícitamente) los principales canales a través de los que las perturbaciones se transmiten a la economía. En este recuadro se describe la manera en que el análisis de la evolución de los préstamos puede mejorarse con dos tipos de modelos estructurales, concretamente el modelo VAR estructural y el modelo DSGE. Las estimaciones de los dos modelos se han realizado con datos de la zona del euro e incluyen los préstamos al sector privado. En particular, se examinan dos ejemplos del modelo VAR estructural y un ejemplo del modelo DSGE.

#### Los modelos utilizados

El primer modelo utilizado es un modelo VAR estructural que identifica perturbaciones en la oferta de préstamos, entre otros tipos de perturbación (perturbaciones en la demanda agregada y perturba-

ciones en la oferta agregada), imponiendo restricciones de signo basadas en la teoría económica<sup>1</sup>. El segundo modelo es el modelo DSGE desarrollado por Darracq et al<sup>2</sup>. En este modelo, el conjunto de perturbaciones «financieras» incluye alteraciones de los márgenes de los tipos de interés de los préstamos, el riesgo de crédito de los prestatarios, las relaciones préstamo-valor y fricciones relacionadas con el capital de las entidades de crédito. Por tanto, las perturbaciones «financieras» representan factores relacionados o no con el precio que influyen en la oferta de crédito. Un tercer enfoque para identificar una perturbación en la oferta de crédito es el uso directo de información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE. Se emplea una metodología de panel VAR para utilizar la información de corte transversal generada por los países individuales de la zona del euro, como sugieren Ciccarelli et al<sup>3</sup>. Se adopta una especificación VAR para aprovechar plenamente los diferenciales de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras.

Los modelos estructurales permiten descomponer cada serie del modelo en términos de las contribuciones de las diversas perturbaciones estructurales. Estos modelos suponen que, si no se producen perturbaciones, las variables permanecerían en valores estacionarios (o en la media a largo plazo). Por tanto, es posible descomponer las desviaciones de cada una de las series respecto a su media para cada trimestre, en términos de las contribuciones de las perturbaciones que se produjeron en ese trimestre y del impacto de perturbaciones registradas en trimestres anteriores, cuyos efectos persisten como consecuencia de los mecanismos de propagación. Esta descomposición estructural presenta diferencias con respecto a la descomposición obtenida de modelos en forma reducida, ya que estos últimos son estadísticos por naturaleza y no se prestan a una interpretación estructural. Al mismo tiempo, es necesario actuar con cautela al comparar la descomposición de las perturbaciones en diversos modelos estructurales, ya que al estar definidas en un sentido amplio, como las «perturbaciones en la oferta de crédito», pueden haber sido causadas por factores muy diferentes, en función de la especificación concreta de los modelos.

### **Evidencia sobre el efecto de los factores relacionados con la oferta de crédito sobre el PIB real**

Las descomposiciones del crecimiento del PIB real basadas en estos tres modelos presentan algunas diferencias, pero también algunas similitudes importantes. Estas diferencias se deben, en parte, al hecho de que el conjunto de perturbaciones identificadas muestran algunas divergencias. Este recuadro se centra en el impacto estimado de los factores relacionados con la oferta de crédito sobre el crecimiento del PIB real y, a este respecto, los resultados de los modelos son bastante similares.

- 1 El modelo se estima utilizando cinco variables: el PIB real, el deflactor del PIB, los tipos de interés a corto plazo (EURIBOR), el diferencial entre los tipos de interés aplicados a los préstamos y los tipos a corto plazo, y el volumen de préstamos. En cuanto a la identificación de las perturbaciones estructurales, por ejemplo, las asociadas a la oferta de préstamos se identifican a partir de las respuestas de algunas variables: una perturbación expansiva en la oferta de préstamos (es decir, una perturbación que genera un aumento del PIB real) implicaría una reducción del diferencial y un incremento del volumen de préstamos en el mismo trimestre.
- 2 Véase M. Darracq Paries, C. Kok Sorensen y D. Rodríguez Palenzuela, *Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: Evidence from an estimated DSGE model for the euro area*, Working Paper Series, n.º 1251, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2010. El modelo incorpora un sector bancario monopolístico y fricciones relacionadas con el capital de las entidades de crédito, y se estima a partir de datos de la zona del euro que incluyen los préstamos bancarios y los tipos de interés aplicados a los préstamos y líneas de crédito.
- 3 Véase M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J. L. Peydró, *Trusting the bankers: a new look at the credit channel of monetary policy*, Working Paper Series, n.º 1228, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2010. Concretamente, el modelo incluye la tasa de crecimiento interanual del PIB, la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, las condiciones de demanda y las de oferta de los préstamos a las sociedades no financieras señaladas en la encuesta sobre préstamos bancarios, los diferenciales a corto y a largo plazo de los préstamos a las sociedades no financieras, y la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a este sector. El modelo impone un mecanismo estático de identificación de perturbaciones utilizando el orden de Cholesky de las variables, como se ha mencionado anteriormente, y las perturbaciones en las condiciones de oferta del crédito de la encuesta sobre préstamos bancarios se interpretan como perturbaciones en la oferta de crédito.

Ciertamente, los tres modelos señalan que las perturbaciones en la oferta de préstamos no han estado entre los principales factores determinantes del crecimiento del PIB real desde el comienzo de la crisis financiera a mediados de 2007, aunque su efecto ha sido reseñable en algunos trimestres (véase gráfico). Durante las fases iniciales de la crisis financiera, las perturbaciones en la oferta de préstamos solo tuvieron un impacto menor sobre la actividad económica. No obstante, en el cuarto trimestre de 2008, su efecto ya había provocado un impacto a la baja perceptible, y en general representó casi una tercera parte de la desviación del crecimiento del PIB real con respecto al crecimiento tendencial entre el tercer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2010. En el primer semestre de 2009, cuando el citado impacto fue más intenso, estas perturbaciones supusieron casi 2 puntos porcentuales del descenso del crecimiento del PIB real.

Al mismo tiempo, perturbaciones distintas de las que pueden asociarse con la oferta de préstamos (incluidas las perturbaciones de la oferta agregada, como perturbaciones tecnológicas o perturbaciones que afectan a los costes de producción, y perturbaciones de la demanda agregada, como perturbaciones que afectan al consumo y a la inversión) parecen haber contribuido sustancialmente a la moderación del crecimiento del PIB real registrada en 2008 y 2009. El papel de estas puede valorarse observando la diferencia entre el crecimiento efectivo del PIB real y el impacto estimado de los factores relacionados con la oferta de préstamos. Por tanto, la evidencia que proporcionan estos modelos indica que, aunque las perturbaciones en la oferta de préstamos han desempeñado un papel no desdeñable, han sido otros factores los que principalmente han configurado el patrón de crecimiento de los préstamos al sector privado desde el comienzo de la crisis financiera.

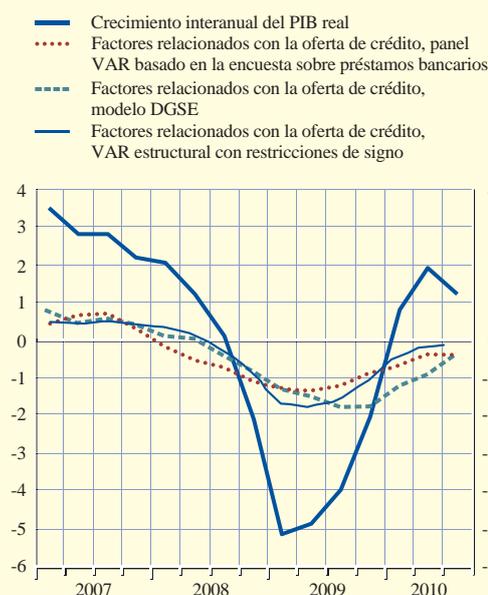
En general, las estimaciones presentadas a partir de distintos modelos estructurales apuntan a un impacto perceptible de los factores relacionados con la oferta de crédito sobre el crecimiento interanual del PIB real, especialmente en 2009. Se ha de mencionar que tanto la magnitud como el perfil del impacto estimado de estos factores sobre la actividad económica son muy similares, pese a las diferencias en los modelos. Al mismo tiempo, las estimaciones también proporcionan mensajes coherentes en lo que respecta a la valoración general de los efectos resultantes de factores distintos de los relacionados con la oferta de crédito, que han sido relativamente más importantes.

## 5 CONCLUSIONES

Las características y la magnitud de las tensiones financieras que se han producido desde mediados de 2007 indican que la evolución de los préstamos

### Comparación del impacto de factores relacionados con la oferta de crédito sobre el crecimiento interanual del PIB real en las estimaciones de los modelos

(tasa de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

puede haber seguido un patrón claramente diferente al observado en ciclos económicos y crediticios anteriores. Concretamente, los problemas en el sector bancario, las tendencias hacia la desintermediación en la financiación del sector de sociedades

no financieras y la aguda crisis que se registró en los mercados de la vivienda de algunos países de la zona del euro, indican que, en estos momentos, es posible que el crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras no siga un perfil acorde con las regularidades históricas de anteriores ciclos.

No obstante, el análisis sugiere que si se tiene en cuenta la especial intensidad de la reciente recesión, la evolución del crecimiento de los préstamos al sector privado parece haber sido acorde, en líneas generales, con las regularidades históricas del ciclo económico. El impacto de la crisis financiera fue significativo, pero se vio considerablemente limitado por las medidas de política monetaria no convencionales que se adoptaron.

La evidencia basada en modelos indica que factores relacionados con la oferta de préstamos han tenido un impacto a la baja significativo sobre el crecimiento de los préstamos desde el inicio de las

tensiones financieras a mediados de 2007. Al mismo tiempo, la valoración del papel relativo desempeñado por los factores de oferta demuestra que otros factores, entre los que se incluyen los relacionados con la demanda, fueron más importantes, en términos cuantitativos, que los asociados con la oferta de préstamos. El temor a que se produjera una contracción del crédito, expresado en ocasiones por observadores externos, no se materializó.

De cara al futuro persisten algunos riesgos. En particular, la crisis de deuda soberana que comenzó en 2010 también ha afectado a los mercados de crédito de algunos países de la zona del euro, especialmente en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque el impacto a escala de la zona en su conjunto ha sido limitado. Además, por el lado de la oferta, sigue existiendo cierta incertidumbre en cuanto al ajuste de los balances de las entidades de crédito en el futuro. Por tanto, es necesario realizar un seguimiento atento y continuado de los mercados de crédito de la zona del euro.

## TENDENCIAS DEL PRODUCTO POTENCIAL

*Las medidas del producto potencial son útiles para distinguir entre las tendencias a largo plazo y los movimientos cíclicos a corto plazo de la economía. Según distintas estimaciones, el producto potencial de la economía de la zona del euro disminuyó de forma significativa tras la crisis financiera. Es probable que esta crisis haya originado una excepcional pérdida permanente en el nivel del producto potencial, debido a los efectos económicos de la reducción del peso de algunos sectores, como el sector financiero y el de la construcción, después de la desproporcionada expansión que experimentaron durante el boom. Sin embargo, falta por ver si ello afectará también a la tasa de crecimiento a largo plazo del producto potencial. Los efectos a largo plazo de la crisis financiera sobre el crecimiento potencial dependerán, en gran medida, de la flexibilidad de la economía para ajustarse a esta perturbación.*

*Independientemente de los efectos a largo plazo de la crisis financiera sobre el crecimiento potencial, el envejecimiento de la población de la zona del euro tendrá un efecto moderador sobre el crecimiento futuro del producto potencial. Si no se realizan reformas estructurales de gran alcance para favorecer el crecimiento económico a largo plazo, parece poco probable que la zona del euro vuelva a registrar las tasas de crecimiento potencial observadas anteriormente, del 2% o más, en la próxima década. Estas reformas son también importantes para ayudar a asegurar que la crisis financiera no tenga un efecto a la baja a largo plazo sobre la tasa de crecimiento potencial de la economía.*

*La brecha de producción, que se define como la diferencia entre el producto real y el producto potencial, puede considerarse como un indicador de la sobreutilización o infrautilización de la capacidad productiva de la economía a lo largo del ciclo económico. Durante la reciente recesión económica, el producto real ha caído por debajo del nivel del producto potencial, lo que ha generado una pronunciada brecha de producción negativa en la zona del euro. Ello puede haber contribuido a la actual reducción de las presiones inflacionistas. Sin embargo, la evidencia reciente parece confirmar que la relación entre la brecha de producción y la inflación en la zona del euro es bastante débil.*

### I INTRODUCCIÓN

Generalmente, se considera que el concepto de producto potencial mide el nivel de medio a largo plazo del producto real sostenible de la economía. Mientras que las medidas de crecimiento del producto potencial hacen abstracción de los movimientos cíclicos a corto plazo, pueden todavía fluctuar de un año a otro, reflejo de las condiciones de la oferta, como cambios en los principales factores de producción (capital y trabajo) y en su productividad, así como variaciones en la inversión y el grado de persistencia del desempleo. Por consiguiente, las variaciones de las medidas anuales de crecimiento del producto potencial deben distinguirse de la tasa tendencial a largo plazo de crecimiento del producto potencial, principalmente determinada por la tasa de progreso técnico y de crecimiento de la población.

Las medidas del producto potencial también se emplean para calcular indicadores adicionales, tales

como los saldos presupuestarios públicos ajustados de ciclo, con el fin de evaluar la orientación de la política fiscal. Sin embargo, cabe señalar que el producto potencial no puede observarse directamente, sino que debe deducirse de los datos existentes, utilizando métodos estadísticos y econométricos. La medición del producto potencial presenta una considerable incertidumbre, que se traslada a los correspondientes indicadores<sup>1</sup>.

La última recesión económica surgida en el contexto de la crisis financiera tuvo un notable impacto adverso sobre el producto a corto plazo. Es opinión generalizada que puede haber afectado también al producto potencial. El efecto de la crisis

<sup>1</sup> Para una descripción más detallada del papel de las medidas del producto potencial en el análisis macroeconómico y de la incertidumbre que afecta a su medición, véanse el artículo titulado «Crecimiento del producto potencial y brechas de producción: concepto, utilización y estimación», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2000, y el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009.

financiera sobre el producto potencial tiene implicaciones no solo para la actividad económica, sino también para la valoración de posibles presiones a la baja sobre los precios a corto plazo generadas por el exceso de capacidad. De cara al futuro, el envejecimiento de la población de la zona del euro tendrá también un efecto moderador sobre el producto potencial futuro.

Este artículo está estructurado de la forma siguiente. En primer lugar, se describen los distintos conceptos y medidas del producto potencial. En segundo lugar, se analiza la evolución y el estado actual de las estimaciones del crecimiento potencial, se considera cómo pueden haberse visto afectadas por la reciente recesión económica y se estudian las perspectivas a largo plazo para el crecimiento potencial. En tercer lugar, se examinan la evolución y el estado actual de las estimaciones de la brecha de producción y su relación con la inflación. Por último, se señalan las implicaciones para la política económica y se presentan sugerencias al respecto.

## 2 EL CONCEPTO DE PRODUCTO POTENCIAL Y SU MEDICIÓN

En general, se considera que el producto potencial proporciona una indicación del nivel de medio a largo plazo del producto real sostenible de la economía y de su tasa de crecimiento. También se considera como el nivel de producto que puede alcanzarse utilizando los factores de producción disponibles, sin crear presiones inflacionistas. El nivel del producto potencial y su tasa de crecimiento se ven afectados por varios factores, entre los que destacan el marco institucional en el que se desarrolla la economía y las políticas económicas estructurales. La brecha de producción, que se define como la desviación, en porcentaje, del nivel real con respecto al nivel del producto potencial, mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía, y se considera frecuentemente un indicador de la situación del ciclo económico y también de posibles presiones inflacionistas.

La evolución del producto potencial depende del comportamiento de una serie de factores subya-

centes, especialmente de las condiciones de la oferta, como los recursos de la economía en relación con los principales factores de producción (capital y trabajo) y su productividad. Por lo tanto, el crecimiento del producto potencial refleja la evolución de estos elementos por el lado de la oferta, que, a su vez, están relacionados con varios factores, como las tendencias demográficas y las del mercado de trabajo, las variaciones en la inversión y las innovaciones tecnológicas.

La capacidad de producción de una economía está configurada por el marco jurídico y económico. Las principales características de este marco que influyen en el producto potencial son las siguientes: el sistema tributario; la definición de las leyes sobre la propiedad; la eficiencia de los sistemas jurídico y educativo; las regulaciones de los mercados de productos, trabajo y financieros; y la existencia de un sistema monetario estable, creíble y eficiente. En general, los cambios en este marco institucional pueden tener un marcado impacto sobre la capacidad de crecimiento de la economía. Así pues, las reformas económicas encaminadas a fomentar la competencia y minimizar los desincentivos a invertir en capital y recursos humanos son fundamentales para incrementar la capacidad productiva a medio y largo plazo de la economía. Además, la innovación tecnológica es una fuente básica adicional de variación en la capacidad productiva de la economía (concretamente, en lo que se refiere a innovaciones de producto y de proceso) que, por definición, es difícil de predecir pero que puede considerarse como el principal factor determinante del crecimiento económico a largo plazo. Finalmente, es evidente que las grandes crisis económicas pueden afectar al crecimiento potencial, ya que parte del *stock* de capital físico y humano puede depreciarse más rápidamente o tornarse obsoleto en el transcurso de graves recesiones, mientras que las rigideces institucionales pueden impedir una rápida reasignación de los recursos productivos que pasan a un estado de capacidad ociosa o de infrautilización en estas crisis.

En conjunto, ello sugiere que la tasa de crecimiento potencial puede variar sustancialmente a lo largo del tiempo. Por otro lado, dado que el impacto

de estos factores sobre el crecimiento económico no puede medirse con certeza, y que el nivel del producto potencial o su tasa de crecimiento no puede observarse directamente, sino que tienen que deducirse de los datos existentes utilizando métodos estadísticos y econométricos<sup>2</sup>, las estimaciones del producto potencial adolecen de una considerable incertidumbre, especialmente en el entorno actual, en el que las implicaciones económicas a largo plazo de la crisis financiera son todavía poco claras.

### 3 EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS PARA EL PRODUCTO POTENCIAL

En el contexto de la aguda recesión global registrada recientemente, las perspectivas a medio plazo para el crecimiento del PIB de la zona del euro y del resto del mundo están sumidas en una incertidumbre particularmente elevada. A continuación, se presentan las estimaciones del crecimiento potencial de la zona del euro en la coyuntura actual elaboradas por instituciones internacionales, se analizan los principales factores determinantes de la evolución reciente del producto potencial y se examinan las perspectivas de crecimiento del producto potencial.

#### EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO POTENCIAL

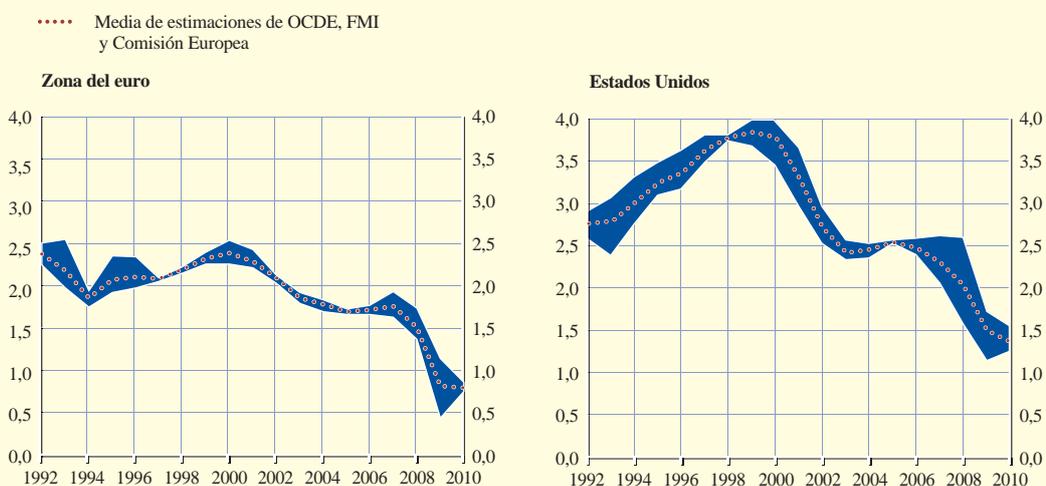
Las estimaciones recientes del producto potencial realizadas por la OCDE, el FMI y la Comisión Europea indican que el crecimiento potencial de la zona del euro ha disminuido de forma significativa durante la última recesión económica. Se estima que la tasa media anual de crecimiento potencial se situó en torno al 1,9% en el período 2000-2007, con un intervalo de estimaciones relativamente estrecho a lo largo de este período (véase gráfico 1), mientras que esta tasa se redujo al 0,9% en el período 2008-2010, con un aumento del intervalo entre las estimaciones de las instituciones internacionales.

La pronunciada caída de las estimaciones del crecimiento potencial no es privativa de la zona del euro. En Estados Unidos, aunque se estima que la tasa de crecimiento potencial se situó en un nivel más alto que el de la zona del euro, se calcula que ha descendido, en promedio, en una medida similar, desde el 2,5% del período 2000-2007 hasta el 1,8% del período 2008-2010.

Los métodos utilizados por las instituciones internacionales para estimar el producto potencial se

2 Véase nota 1.

Gráfico 1 Intervalo de estimaciones del crecimiento del producto potencial en la zona del euro y Estados Unidos

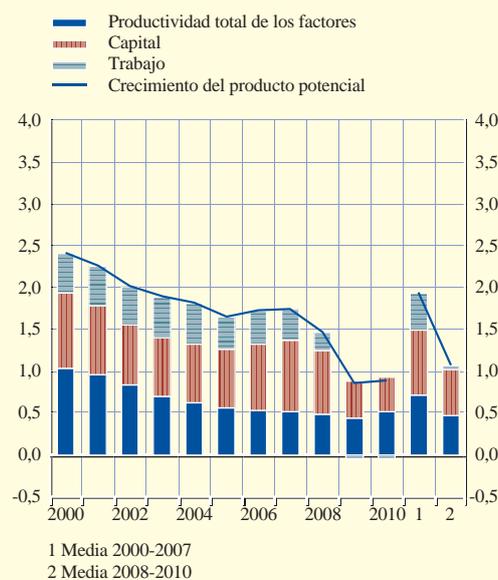


Fuentes: *Economic Outlook*, OCDE, diciembre de 2010; *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2010; y Comisión Europea, base de datos AMECO, otoño de 2010.

basan en el concepto de función de producción agregada, que relaciona el producto con los niveles tecnológicos y con los principales factores de producción (trabajo y capital). Bajo algunos supuestos simplificadores, este método permite una descomposición del crecimiento potencial en contribuciones de las variaciones en el uso de los factores capital y trabajo y en la productividad de dichos factores. Este último efecto se denomina también «productividad total de los factores» (PTF) y su contribución al crecimiento del PIB potencial puede considerarse como una medida aproximada de la tasa de progreso técnico de la economía. A largo plazo, el progreso técnico es la única fuente de aumento de la riqueza económica medida por el PIB per cápita.

En el gráfico 2 se desglosan las estimaciones del crecimiento del producto potencial según las contribuciones de los factores trabajo y capital y de la productividad de la zona del euro, sobre la base de las estimaciones realizadas por la Comisión Europea<sup>3</sup>. El gráfico evidencia, en primer lugar, una notable tendencia en el período 2000-2007 antes de la crisis financiera: las contribuciones de la PTF se redujeron a la mitad, desde cerca del 1% observado en 2000 hasta el 0,5% registrado en 2007, mientras que las contribuciones de la acumulación de *stock* de capital y de factor trabajo se mantuvieron relativamente estables. En segundo lugar, los factores de crecimiento potencial se han visto afectados en distintos grados por la última recesión económica: mientras que las estimaciones de la contribución de la PTF experimentaron escasas variaciones, la disminución del crecimiento potencial en el contexto de la crisis financiera se explica, en general, por la menor contribución de los factores trabajo y capital. El descenso de la contribución del factor trabajo al crecimiento se debe al aumento en las estimaciones de la tasa de desempleo estructural (la NAIRU, o tasa de desempleo no aceleradora de la inflación), a la reducción de las tasas de actividad en los mercados de trabajo y a las estimaciones de un mayor descenso tendencial de las horas trabajadas. Además, la menor contribución del *stock* de capital refleja la contracción de la inversión en el contexto de la reciente recesión económica. Todo ello está en línea

**Gráfico 2 Contribuciones al crecimiento potencial en la zona del euro en el período 2000-2010**



Fuente: Comisión Europea, base de datos AMECO, otoño de 2010.

con el resultado general de que el capital y el empleo tienden a disminuir durante un largo período de tiempo después de crisis financieras, mientras que parece que la PTF se ve menos afectada y se recupera más rápidamente<sup>4</sup>.

El impacto a largo plazo de la crisis sobre el producto potencial es incierto. De hecho, existen varias razones por las que la crisis financiera puede asociarse a perturbaciones estructurales que pueden causar una caída duradera del nivel del producto potencial o incluso dar lugar a tasas de crecimiento del producto potencial persistentemente más reducidas<sup>5</sup>.

En primer lugar, puede producirse un descenso duradero del nivel del producto potencial como resultado de un ajuste del exceso de capacidad acumulado durante el período que precedió a la crisis.

3 No se dispone de un desglose comparable para las estimaciones del FMI y de la OCDE.

4 Véase *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, capítulo 4, octubre de 2009.

5 Véase el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2009.

Este proceso de ajuste originaría un descenso de los niveles de inversión, unido a una aceleración de la depreciación u obsolescencia de las variedades más antiguas del *stock* de capital. En efecto, en algunos países la última recesión económica podría dar lugar a una importante reducción del tamaño de ciertos sectores, como el sector financiero y el de la construcción, tras la desproporcionada expansión que experimentaron durante el *boom*.

En segundo lugar, puede observarse una caída del nivel del producto potencial al reducirse el nivel tendencial del factor trabajo, como consecuencia de la depreciación de sus cualificaciones laborales, debido al paro de largo duración. El hecho de que la recesión fuera particularmente pronunciada y que determinados sectores se vieran afectados de forma desproporcionada puede también exacerbar el «desemparejamiento» en el mercado de trabajo, es decir, que puede distorsionarse el emparejamiento entre los parados y las vacantes de empleo, dado que la reasignación sectorial puede cambiar las cualificaciones requeridas. Tales fricciones en el mercado de trabajo pueden provocar un aumento temporal, pero persistente, del desempleo estructural.

Los efectos a largo plazo de la crisis financiera sobre la tasa de crecimiento del producto potencial son más inciertos. Estos efectos pueden surgir allí donde la crisis financiera haya reducido los beneficios actuales y previstos en un prolongado período de tiempo y haya elevado las primas de riesgo, y donde la oferta de crédito se haya contraído, resultando en criterios de concesión de préstamos más restrictivos y costes de endeudamiento más altos<sup>6</sup>. Esta evolución puede ralentizar la inversión y, por ende, la acumulación de capital durante un período de tiempo más largo. Además, las rigideces reales y nominales presentes en los mercados de trabajo pueden dificultar la reasignación de los recursos laborales y limitar el ajuste de los salarios, dando lugar a una débil demanda de trabajo y a un patrón persistente de menor crecimiento del empleo. Una recesión profunda puede también hacer disminuir el crecimiento potencial de la población activa al desincentivar la participación de determinados grupos en el mercado de trabajo y al reducir los flujos de inmigración.

Los factores arriba mencionados, junto con una posible concesión de subvenciones dilatada en el tiempo a sectores no rentables, pueden impedir el proceso de reestructuración y afectar negativamente a las actividades de innovación, provocando un recorte duradero de la productividad y, por tanto, del crecimiento del producto potencial. Sin embargo, cuando empresas y actividades menos eficientes son eliminadas del mercado y se sustituyen por otras más eficientes, la eficiencia y el crecimiento de la productividad pueden mejorar a medio y largo plazo, contribuyendo así a elevar el crecimiento del producto potencial. El recuadro 1 presenta evidencia empírica de que este proceso de reestructuración es crucial para que las economías mantengan un alto crecimiento de la productividad y de que sería también un factor clave para asegurar que las economías puedan salir de una recesión económica.

Las experiencias con crisis financieras pasadas muestran el papel fundamental de las respuestas de política económica para atemperar el impacto a largo plazo de una crisis financiera sobre el producto potencial<sup>7</sup>. Por ejemplo, las recesiones que comenzaron en 1991 en Suecia y Finlandia fueron relativamente cortas y no provocaron una reducción duradera del crecimiento del producto potencial. Ello se debió, en gran medida, a la rápida resolución de las crisis bancarias en esos países, así como a los amplios procesos de reestructuración económica, que impulsaron una mayor contribución de la PTF al crecimiento potencial. Por el contrario, en Japón una respuesta de política económica menos enérgica a una crisis financiera puede haber contribuido a ralentizar su crecimiento potencial a largo plazo en la década de los noventa.

En general, es probable que la crisis financiera haya producido un desplazamiento a la baja del nivel del producto potencial. La medida en que el crecimiento del producto potencial se haya visto

6 Véase el recuadro titulado «Evolución del producto potencial a la vista de los cambios acaecidos en los precios del petróleo y en las primas de riesgo de crédito», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2008.

7 *Impact of the current economic and financial crisis on potential output*, European Economy Occasional Papers, n.º 49, Comisión Europea, junio de 2009.

afectado también es muy incierta, sobre todo debido a que el impacto sobre el crecimiento depende, en buena parte, de la respuesta de política económica que se le dé a la reciente recesión económica.

#### Recuadro I

### PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES Y PATRONES ESTRUCTURALES DE LA DINÁMICA DE LAS EMPRESAS EN DETERMINADOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

La relación entre la dinámica de las empresas, la actividad económica y la productividad total de los factores (PTF) ha sido ampliamente debatida en la literatura económica. El proceso de salida de empresas no productivas y de entrada de empresas más productivas es un importante factor determinante de los cambios en el crecimiento agregado de la productividad<sup>1</sup>.

Las características estructurales de los procesos de entrada y salida de empresas parecen constituir un aspecto económico particularmente relevante para la PTF y el producto potencial, especialmente durante grandes recesiones como la reciente crisis económica y financiera. Por consiguiente, una mayor comprensión de la dinámica de entradas y salidas de empresas es fundamental a la hora de diseñar políticas encaminadas a fomentar la productividad y el crecimiento a largo plazo y a proporcionar las condiciones adecuadas para una recuperación duradera tras la crisis. En este recuadro se analiza la dinámica de las empresas en determinados países de la zona del euro sobre la base de datos de creación y destrucción de empresas.

Los datos disponibles parecen respaldar la opinión de que un cierto tipo de destrucción creativa schumpeteriana es un factor clave en la dinámica de las empresas de la zona del euro. Como puede observarse en el gráfico A, un mayor nivel de entradas en relación con el de salidas de empresas está, en general, en línea con una tasa más elevada de crecimiento de la PTF<sup>2</sup>. Una posible interpretación de este resultado es que las nuevas empresas que entran en el mercado son más innovadoras que las que sobreviven y las que salen. Un aumento de la competencia como consecuencia de la presencia de un mayor número de empresas en el mercado (resultado de la entrada de nuevas empresas) puede ser también un factor determinante de este proceso de fomento de la innovación<sup>3</sup>.

El gráfico B sugiere una fuerte relación entre las tasas de creación y destrucción de empresas en los distintos países de la zona del euro. Sin embargo, las tasas de entrada y salida difieren ampliamente entre países, siendo así que la mayor parte de estas tasas se sitúan en el intervalo comprendido entre el 5% y el 10% del número total de empresas<sup>4</sup>. En la mayoría de países de la zona del euro, las tasas de entrada superan, en promedio, las tasas de salida a lo largo del tiempo, lo que supone un crecimiento neto positivo del número de empresas.

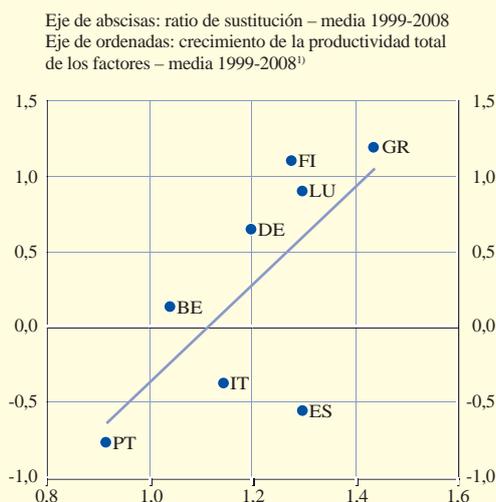
En resumen, la rápida rotación de empresas, en términos de tasas de entrada más elevadas que las tasas de salida, parece mostrar una correlación positiva con el crecimiento de la PTF. En consecuencia,

1 Véase Bartelsman y Doms (2000).

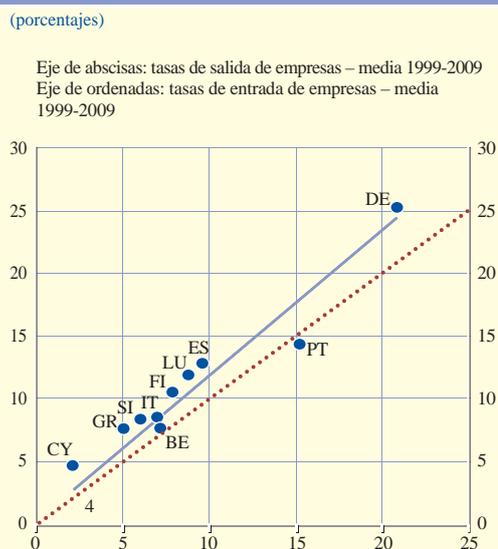
2 Sin embargo, cabe observar que una correlación significativa no sugiere necesariamente la existencia de una relación causal entre las variables.

3 Además, la contribución de las entradas y salidas al crecimiento agregado de la productividad puede variar entre sectores. Para España, López y Puente (2007) muestran que las nuevas empresas del sector servicios tienden a ser menos productivas que las del sector industrial.

4 El grado de heterogeneidad/homogeneidad puede ocultar asimetrías, como los factores regulatorios que afecten a la probabilidad de abrir una nueva empresa o los costes irrecuperables relacionados con los procedimientos concursales de empresas existentes y la consiguiente apertura de empresas renovadas.

**Gráfico A** Ratio de sustitución y crecimiento de la productividad total de los factores

Fuentes: Conference Board Total Economy Database y cálculos del BCE.  
Nota: La ratio de sustitución se refiere a la relación entre las tasas de entrada y de salida de empresas.  
1) Tasas de variación.

**Gráfico B** Tasas medias de entrada y de salida de empresas

Fuente: Cálculos del BCE.  
Nota: La línea punteada es una línea de 45 grados.  
Las tasas de entrada y de salida se definen como la ratio entre el número de empresas creadas o destruidas en un determinado año y el número total de empresas que existían el año anterior.

las reformas estructurales que propician la creación de empresas, como la reducción de la burocracia y de las regulaciones relativas a la creación de nuevas empresas, así como las medidas orientadas a fomentar la competencia y la innovación y a atenuar las rigideces de los mercados de productos y de trabajo, deben considerarse como un medio para favorecer el crecimiento de la PTF y elevar la tasa de crecimiento del producto potencial en la zona del euro.

## Referencias

Ahn, S., K. Fukao y H. U. Kwon, *The Internationalization and Performance of Korean and Japanese Firms: An Empirical Analysis Based on Micro-Data*, RIETI Discussion Paper Series, n.º 05-E-008, 2000.

Aw, B.-Y., X. Chen y M. Roberts, «Firm-Level Evidence on Productivity Differentials, Turnover, and Exports in Taiwanese Manufacturing», *Journal of Development Economics*, 66, 2001, pp. 51-86.

Bartelsman, E. y M. Doms, «Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata», *Journal of Economic Literature*, 38, 2000, pp. 569-594.

Disney, R., J. Haskel y Y. Heden, «Restructuring and Productivity Growth in UK Manufacturing», *Economic Journal*, 113, 2003, pp. 666-694.

Foster, L., J. Haltiwanger y C. J. Krizan, «Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence», en C. R. Hulten, E. R. Dean y M. J. Harper (eds.), *New Developments in Productivity Analysis*, University of Chicago Press, 2001, pp. 303-363.

Gebreyesus, M. *Firm Turnover and Productivity Differentials in Ethiopian Manufacturing*, Göteborg University Working Paper, 2005.

Hahn, C.-H. *Entry, Exit, and Aggregate Productivity Growth: Micro Evidence on Korean Manufacturing*, OECD Working Paper, 2000.

López-García, P., S. Puente y A. Gómez, *Firm productivity dynamics in Spain*, Documentos de Trabajo del Banco de España, n.º 0739, 2007.

### PERSPECTIVAS A LARGO PLAZO PARA EL CRECIMIENTO POTENCIAL

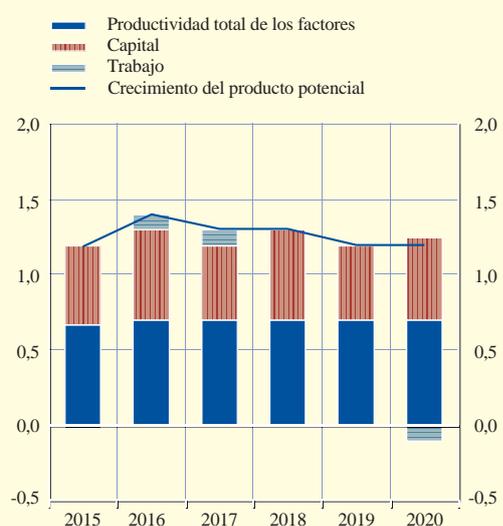
A más largo plazo, el producto potencial futuro de la zona del euro se verá, probablemente, afectado también por el envejecimiento de la población, que modera la tasa de crecimiento de la población activa, dando lugar a una menor oferta de trabajadores, con la consiguiente reducción de la tasa de crecimiento del producto potencial a medio y largo plazo.

Las recientes proyecciones a medio plazo del crecimiento potencial de la zona del euro elaboradas por la Comisión Europea<sup>8</sup> (que se presentan en el gráfico 3) apuntan a un notable descenso a largo

plazo de las tasas futuras de crecimiento potencial de la zona, si las políticas económicas no se someten a cambios significativos que contribuyan a elevar la tasa de crecimiento potencial. Este descenso se debe a la reducción de la población en edad de trabajar. En efecto, se espera que la tasa de variación interanual de la población de la zona del euro con edades comprendidas entre 15 y 64 años disminuya, con lo que la contribución general del factor trabajo, medida por el total de horas trabajadas en la economía, se contraería hasta tornarse negativa en 2020. Las proyecciones incorporan las contribuciones al crecimiento anteriores a la crisis de 2007, concretamente la contribución de 0,5 puntos porcentuales de la tasa de cambio tecnológico y de 0,75 puntos porcentuales de la acumulación de capital, reflejo del supuesto de que no varíe la orientación de las políticas económicas estructurales de la zona del euro. Basándose también en el supuesto de que la contribución del factor trabajo sería negativa, como resultado del impacto previsto del envejecimiento poblacional, se estima que la tasa de crecimiento de la zona del euro sería del 1,25% en 2020. Así pues, incluso sin incorporar ningún impacto negativo duradero de la última recesión económica sobre las tasas de crecimiento del producto potencial, el impacto del envejecimiento de la población reducirá sustancialmente el crecimiento del producto potencial de la zona del euro a largo plazo, si no se llevan a cabo reformas económicas.

Gráfico 3 Escenario a medio plazo para el crecimiento potencial en la zona del euro

(tasas de variación interanual; puntos centuales)



Fuente: *European Economy*, 7, Comisión Europea, diciembre de 2010, pp. 48-66.

8 Véase *European Economy*, 7, Comisión Europea, diciembre de 2010, pp. 48-66. Los supuestos de crecimiento de la población utilizados en estas proyecciones están, en general, en línea con el Informe de 2009 sobre el envejecimiento de la población (véase «The 2009 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies for the EU-27 Member States (2007-2060)», *European Economy*, n.º 7/2008, p. 209, cuadro titulado «Euro Area – Main Demographic and Macroeconomic Assumptions»).

#### 4 BRECHA DE PRODUCCIÓN E INFLACIÓN

La última recesión económica tuvo un acusado impacto negativo sobre la actividad. Este impacto se refleja en las medidas de la brecha de producción, que se define como la desviación porcentual del nivel observado con respecto al nivel potencial del PIB real. Al igual que las medidas del producto potencial, las medidas de la brecha de producción también están sujetas a incertidumbre.

La brecha de producción puede considerarse como un indicador del grado de utilización de las capacidades productivas de la economía, reflejando las variaciones a corto plazo de la demanda. Dado que las capacidades productivas, como el *stock* de capital o las cualificaciones de los recursos humanos, solo pueden ajustarse completamente a medio plazo y no pueden adaptarse inmediatamente a las fluctuaciones de la demanda, la utilización de los recursos de producción existentes cambiará a lo largo del ciclo económico. Por consiguiente, una brecha de producción positiva indica una elevada utilización de la capacidad en épocas de fuerte demanda, mientras que una brecha de producción negativa indica que la demanda es inferior a la

producción que puede proporcionarse con las capacidades existentes.

En consecuencia, aunque la inflación sea, en última instancia, un fenómeno monetario, se considera a menudo la brecha de producción como un factor determinante de las presiones inflacionistas a corto plazo. En otras palabras, cuanto más alto sea el producto real con respecto a su nivel potencial (es decir, cuanto más amplia sea la brecha de producción), mayor será la presión al alza sobre los precios. En cambio, cuantas más capacidades de producción estén ociosas (con una brecha de producción negativa), mayor será el incentivo para las empresas a estimular la demanda de sus productos rebajando los precios o subiéndolos a menor ritmo.

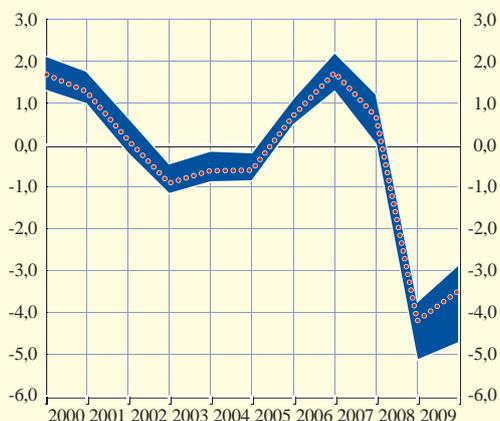
La última recesión económica redujo la demanda en mayor medida que la oferta, por lo que se produjo una marcada disminución de la brecha de producción tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Tal y como sugieren las estimaciones que figuran en el gráfico 4, la brecha de producción comenzó a contraerse en ambas economías en 2007. Sin embargo, cuando la crisis financiera

Gráfico 4 Intervalo de estimaciones de la brecha de producción en la zona del euro y Estados Unidos

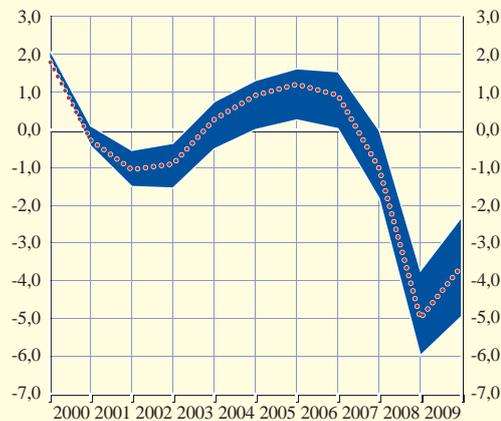
(porcentaje del PIB)

..... Media de estimaciones de OCDE, FMI y Comisión Europea

Zona del euro



Estados Unidos



Fuentes: *Economic Outlook*, OCDE, diciembre de 2010; *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2010; y Comisión Europea, base de datos AMECO, otoño de 2010.

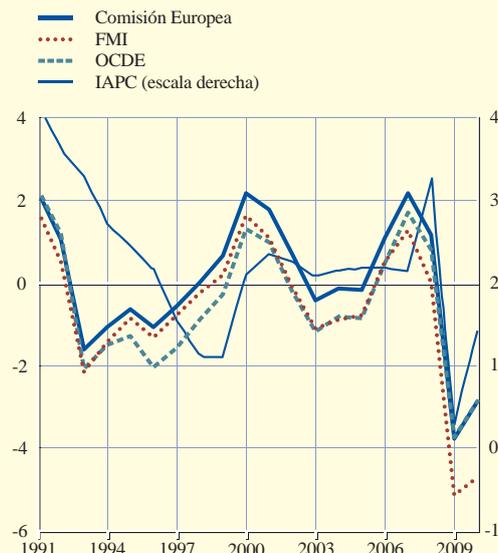
se intensificó, la contracción aumentó y, según las estimaciones, la brecha de producción alcanzó finalmente un valle excepcionalmente profundo en 2009, dando lugar a la más grave recesión en tiempos de paz desde la Gran Depresión de los años treinta<sup>9</sup>. Mientras tanto, se espera que la brecha de producción negativa se reduzca ligeramente en 2010 en la zona del euro y Estados Unidos.

La acusada disminución de la brecha de producción observada en 2008 y 2009 ha contribuido a reducir la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro. Sin embargo, se ha tratado de un efecto moderado y existe un consenso generalizado entre los expertos en previsión económica respecto a que la inflación seguirá siendo positiva a medio plazo en la zona del euro. Esta perspectiva parece estar, en general, en línea con la experiencia histórica, que muestra que la capacidad productiva ociosa de la economía solo desempeñó un papel limitado en el proceso de inflación de la zona del euro. El gráfico 5 pone de manifiesto que la relación entre la brecha de producción y la evolución de los precios no ha presentado una tendencia clara en el pasado, y sugiere que, en promedio, solo unos movimientos relativamente pronunciados de las brechas de producción afectan a la inflación de la zona del euro de forma significativa<sup>10</sup>.

Las recientes tendencias de la inflación tienen varias explicaciones. Como se describe con más detalle en el recuadro 2, sobre la base de un análisis técnico de la relación entre la brecha de producción y la inflación en el marco de la curva de Phillips, las expectativas de inflación son un factor clave, que desempeña un papel importante a la hora de configurar la evolución de la inflación. A lo largo del año pasado, las expectativas de inflación a medio plazo de la zona del euro han permanecido firmemente ancladas en un nivel próximo al 2%, en línea con el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios<sup>11</sup>. Al mismo tiempo, la zona del euro se ha caracterizado también por rigideces de precios y salarios, en este último caso como las derivadas de los contratos salariales plurianuales, de la existencia de salarios mínimos o de la indicación de los salarios a la inflación. En general, pue-

**Gráfico 5 Medidas de la brecha de producción y de la inflación interanual del IAPC general de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, FMI, OCDE y Eurostat.  
 Notas: Los valores de todas las variables, salvo la tasa de variación interanual del IAPC, figuran en la escala izquierda. Las estimaciones de las brechas de producción de 2010 y 2011 son proyecciones. Los datos del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, correspondientes a 2010 se basan en las observaciones mensuales disponibles.

de esperarse que las rigideces nominales den lugar a marcadas no linealidades o asimetrías en la respuesta de los precios a cambios en la actividad: las empresas pueden ser más reacias a rebajar los precios que a subirlos, y los trabajadores pueden resistirse especialmente a toda reducción de los salarios

9 La última recesión difiere de forma significativa de una recesión típica. Para una descripción más detallada de la reciente recesión desde una perspectiva histórica, véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009.

10 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, 2007, y G. Fagan y J. Morgan, *Econometric models of the euro area central banks*, Edward Elgar Press, 2005.

11 Varios estudios ponen de relieve el papel creciente de las expectativas de inflación en las estimaciones de las curvas de Phillips. Por ejemplo, basándose en dichas estimaciones para un panel de economías de la OCDE, Anderton et ál. (2010) concluyen que el impacto de la brecha de producción sobre la inflación puede estar debilitándose con el tiempo, debido, posiblemente, a cambios en la política monetaria que han contribuido al mantenimiento de expectativas de inflación reducidas y firmemente ancladas. Véase R. Anderton, A. Galesi, M. Lombardi y F. di Mauro, «Key elements of global inflation», en *Challenges to inflation in an era of relative price shocks*, Reserve Bank of Australia Conference Volume, 2010.

nominales<sup>12</sup>. Estas clases de rigideces de precios y salarios moderan también la respuesta desinflacionista a un deterioro de la situación económica.

En general, aunque una importante capacidad ociosa de la economía puede moderar a corto plazo las presiones sobre los precios, en la zona del euro las variaciones de los precios y salarios se caracterizan por un elevado grado de rigidez, que reduce el impacto de la brecha de producción sobre el perfil de la inflación. Asimismo, unas expectativas de inflación firmemente ancladas desempeñan también un papel fundamental. Además, la incertidumbre que presenta la medición del producto po-

tencial se traslada a la brecha de producción. Así pues, si la brusca desaceleración de la actividad reflejara un impacto negativo de los factores por el lado de la oferta mayor de lo supuesto actualmente, el nivel del producto potencial podría ser menor y la brecha de producción sería menos negativa. Por lo tanto, la evaluación del impacto de la actual recesión sobre la inflación es también incierta.

- 12 Para más detalles sobre la fijación de precios en la zona del euro, véanse el artículo titulado «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2009, y el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2005.

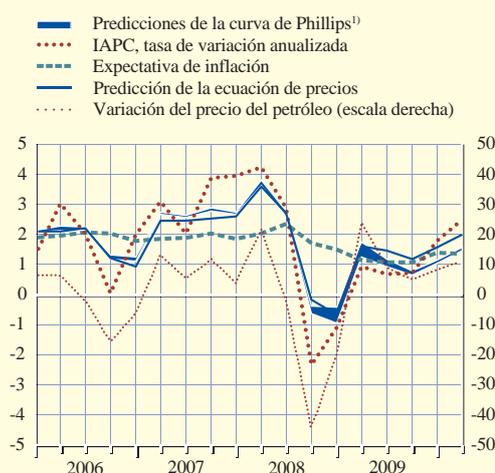
## Recuadro 2

### RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN Y BRECHA DE PRODUCCIÓN: ILUSTRACIÓN BASADA EN LA CURVA DE PHILLIPS

Un marco estándar para comprender la relación entre la brecha de producción y la inflación es la curva de Phillips. En su formulación original, la curva de Phillips presentaba una relación a corto plazo simple entre la inflación y la tasa de desempleo<sup>1</sup>. Las variantes más modernas reconocen que el producto potencial puede variar también con el tiempo, por lo que se relaciona la inflación con desviaciones de la actividad económica con respecto a su nivel potencial, es decir, la brecha de producción<sup>2</sup>. También reconocen la influencia de las expectativas de las empresas y de los trabajadores en materia de fijación de precios y salarios. Las estimaciones empíricas de la curva de Phillips incluyen, por lo tanto, variables que permiten aproximar las expectativas de inflación —incorporando una perspectiva futura (por ejemplo, expectativas basadas en encuestas sobre previsiones económicas) o más retrospectiva (por ejemplo, expectativas basadas en la inflación pasada)— como reflejo de que los mecanismos de las expectativas también se pueden formar de manera adaptativa en respuesta a la evolución de la inflación. Por último, los modelos de inflación basados en

#### Inflación observada del IAPC y predicciones de los modelos de inflación del IAPC basadas en estimaciones de las brechas de producción, las variaciones de los precios del petróleo y las expectativas de inflación

(tasas de variación intertrimestrales)



Fuentes: Eurostat, Datastream, encuesta de Consensus Economics, Comisión Europea (base de datos AMECO), OCDE, FMI y cálculos del BCE.

Nota: Los valores de todas las variables, salvo la variación del precio del petróleo, figuran en la escala izquierda.

1) Intervalo derivado del rango de las estimaciones de la brecha de producción realizadas por la Comisión Europea, la OCDE y el FMI. Las estimaciones de los valores anuales de las brechas de producción realizadas por la Comisión Europea y el FMI se han interpolado para obtener los valores trimestrales.

1 Véase Phillips (1958).

2 Véase Kuttner (1994).

curvas de Phillips intentan también captar la influencia de otros factores exógenos por el lado de la oferta, como las variaciones de los precios del petróleo y de otras materias primas. Dado que las variaciones de estos precios tienden a trasladarse a la inflación medida por el IAPC general, pronunciadas fluctuaciones de estas variables tienen un efecto significativo sobre la inflación a corto plazo.

Este recuadro ilustra el posible impacto de la capacidad ociosa de la economía, medida por la brecha de producción, sobre la inflación, basándose en un marco de la curva de Phillips simple pero bastante estándar. El impacto de distintas variables explicativas de la inflación en este marco puede estimarse mediante la regresión de la tasa de variación intertrimestral anualizada del IAPC general sobre las siguientes variables explicativas<sup>3</sup>: (i) la medida de las expectativas de inflación a un año vista procedente de la encuesta de Consensus Economics, (ii) el valor de la inflación medida por el IAPC en el trimestre precedente (para captar la inercia y la rigidez del ajuste de los precios), (iii) la tasa de variación intertrimestral del precio del petróleo en euros (para captar un importante factor exógeno determinante de la inflación por el lado de la oferta), y (iv) una medida de la brecha de producción. A fin de valorar la importancia de la brecha de producción como factor determinante de la inflación, se ha realizado también una estimación alternativa, excluyendo la brecha de producción. En una segunda fase, pueden utilizarse los parámetros de impacto derivados de los modelos estimados para obtener dos tipos de predicciones de inflación condicionadas a los valores de las variables explicativas: en primer lugar, las predicciones de la curva de Phillips que incorporan el impacto de la brecha de producción medido por distintas instituciones (la Comisión Europea, el FMI y la OCDE) y, en segundo lugar, una predicción de inflación que excluye el impacto de la brecha de producción, pero que sigue reflejando el de las restantes variables explicativas (es decir, una predicción de ecuación de precios)<sup>4</sup>.

El gráfico ilustra los principales resultados de este ejercicio para el período comprendido entre el primer trimestre de 2006 y el segundo trimestre de 2010. Los dos tipos de predicciones son muy similares y ambos se corresponden de forma general con la inflación observada. La explicación de este resultado es que la variación de la inflación es captada fundamentalmente por factores distintos de la brecha de producción. En primer lugar, el nivel general de inflación viene prácticamente determinado por las expectativas de inflación, que se han mantenido comparativamente estables a lo largo de la última recesión. En segundo lugar, las variaciones intertrimestrales de la inflación general reflejan básicamente impactos exógenos como los de las variaciones de los precios del petróleo.

En resumen, los resultados de este análisis sugieren que en este período la brecha de producción ha desempeñado un papel limitado en configurar la evolución de la inflación en la zona del euro, mientras que otros factores determinantes, como las expectativas de inflación y las variaciones de los precios del petróleo, han sido más importantes.

3 Los modelos de regresión se estiman sobre la base del método de mínimos cuadrados ordinarios con datos desde el primer trimestre de 1991 hasta el segundo trimestre de 2010.

4 Los estadísticos estándar indican que los modelos estimados proporcionan en general buenos resultados: todas las variables explicativas son estadísticamente significativas a niveles de significatividad convencionales, a excepción de la inflación retardada en los modelos de curva de Phillips. La parte de la varianza de la inflación explicada por las variables explicativas se sitúa entre el 73% y el 76% para los modelos de curva de Phillips, dependiendo de las estimaciones de las brechas de producción utilizadas. Si no se utiliza la brecha de producción en el modelo de regresión, la parte de varianza explicada es del 73%. El componente de inflación no explicado por las variables independientes se recoge en los residuos de las regresiones. Se supone que reflejan solamente oscilaciones aleatorias no sistemáticas y que deberían no estar correlacionados y distribuirse normalmente a lo largo del tiempo. Sobre la base de contrastes estadísticos estándar, estos supuestos se verifican, en general, para los modelos de curva de Phillips, mientras que los respectivos estadísticos de diagnóstico para el modelo de regresión sin brecha de producción arrojan peores resultados. En general, el tener en cuenta la brecha de producción en estos modelos de evolución de la inflación mejora sus propiedades estadísticas, mientras que el impacto económico real de la brecha de producción sobre la inflación es limitado.

## Referencias

Kuttner, K. N., «Estimating Potential Output as a Latent Variable», *Journal of Business and Economic Statistics*, 12, 1994, pp. 361-368.

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

## 5 CONCLUSIONES

En la zona del euro, la crisis financiera ha estado acompañada de una desaceleración de la tasa de crecimiento del producto potencial y se han observado descensos similares en otras economías, como la de Estados Unidos. En principio, la crisis financiera solo debería tener un efecto temporal sobre la tasa de crecimiento potencial de la economía, es decir, que solo debería originar un único desplazamiento a la baja del nivel del producto potencial. Sin embargo, ello dependerá de varios factores, especialmente de la flexibilidad de la economía y de la respuesta de política económica a la crisis financiera.

De cara al futuro, el envejecimiento de la población contribuirá a reducir la tasa de crecimiento del producto potencial de la zona del euro a medio y largo plazo. Según las estimaciones actualmente disponibles, no parece probable que la zona del euro alcance en la próxima década los niveles de crecimiento del producto, del 2% o más, observados antes de la crisis.

La perspectiva de una desaceleración del crecimiento del producto potencial a largo plazo sugiere la necesidad de realizar reformas estructurales de amplio alcance en la zona del euro para sostener un aumento duradero de la producción y del empleo y para preparar el terreno para una recuperación firmemente asentada de las perspectivas de crecimiento sostenible de la economía a largo plazo. La experiencia pasada muestra que es fundamental fomentar el crecimiento de la productividad para sustentar elevados niveles de crecimiento a largo plazo, especialmente tras una crisis financiera.

Los principales factores determinantes de las ganancias de productividad a medio y largo plazo son la tasa de innovación tecnológica, la velocidad a la que

los sectores menos eficientes de la economía pueden reestructurarse y el grado de flexibilidad de la economía para volver a emplear de manera más productiva los recursos inutilizados o infrautilizados durante la crisis financiera. Por lo tanto, las perspectivas de crecimiento potencial dependen, en gran medida, del marco de la política económica. Un marco institucional suficientemente flexible ayudará a llevar a cabo el proceso de reestructuración y asegurará que la última recesión económica no atrape la economía en una senda de menor crecimiento del producto potencial a medio y largo plazo. Así pues, la política económica debe ir encaminada a reforzar la capacidad de ajuste y la flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos. Ello puede lograrse facilitando una fijación adecuada de salarios y la movilidad laboral entre sectores y regiones. El fomento de la competencia y el fortalecimiento de los incentivos a la inversión acelerarían también el proceso de reestructuración y estimularían la productividad.

En la última recesión económica se ha observado una moderación de la inflación, debido a la importante brecha de producción negativa que se ha producido a lo largo de la crisis financiera. Sin embargo, en línea con las regularidades históricas, la respuesta bajista de la inflación de la zona del euro a variaciones de la brecha de producción ha sido relativamente contenida. Las expectativas de inflación son factores determinantes cruciales del proceso de inflación. El hecho de que estas expectativas hayan permanecido firmemente ancladas en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo, como resultado de la política monetaria llevada a cabo por el BCE durante la crisis, ha contribuido a proteger a la inflación de las presiones deflacionistas durante la crisis. También es probable que las rigideces a la baja de los precios y salarios de la economía hayan contribuido a limitar la respuesta a la baja de la inflación.

# LA CRISIS FINANCIERA Y EL FORTALECIMIENTO DE LA COOPERACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

## ARTÍCULOS

La crisis financiera y el fortalecimiento de la cooperación económica internacional

*La reciente crisis financiera global ha hecho que se centre la atención en la supervisión macroeconómica y financiera mundial. Los años anteriores a la crisis se caracterizaron por un sólido crecimiento económico mundial sin precedentes, combinado con bajas tasas de inflación, tipos de interés reducidos y primas de riesgo asimismo reducidas. Sin embargo, al mismo tiempo, la economía mundial experimentó una formidable acumulación de riesgos sistémicos, alimentados por la expansión de los desequilibrios económicos y financieros en todos los países del mundo, así como por un excesivo apalancamiento por parte de los participantes en los mercados. El carácter polifacético de la crisis ha propiciado diversas explicaciones respecto a sus causas y toda una serie de recetas en materia de políticas para restablecer la estabilidad internacional. En el presente artículo se examina el sistema monetario internacional en el período anterior a la crisis financiera global y la medida en que la supervisión macroeconómica y financiera mundial se está reformando como resultado de las enseñanzas extraídas. El artículo se centra en los esfuerzos desplegados para mejorar la supervisión del sistema, perfeccionar los mecanismos de prevención y resolución de crisis, aumentar la fortaleza del sistema y su capacidad de resistencia con carácter más general y mejorar la cooperación en materia de política económica a escala mundial.*

## I INTRODUCCIÓN

El sistema monetario internacional puede definirse como un marco mundial para las transacciones monetarias transfronterizas, es decir, el conjunto de normas y condiciones más generales en las que se basan las transacciones de balanza de pagos, como la emisión y el uso de las monedas internacionales, los regímenes cambiarios y los flujos de capitales, y la creciente y cada vez más rápida interconexión entre los países, incluidos los que se encuentran a diferentes niveles de desarrollo económico y financiero. Lo ideal es que un sistema monetario internacional proporcione un entorno estable en el que dar cabida al flujo mundial de pagos, facilitar la intermediación financiera internacional, proporcionar liquidez a los países para que puedan hacer frente a sus obligaciones internacionales y, en última instancia, respaldar, a través de los flujos de fondos y la inversión, un crecimiento y un desarrollo sostenibles tanto a nivel nacional como a nivel mundial. Es decir, el bien público internacional que representa la estabilidad externa debe suministrarse por medio de un sistema monetario internacional sostenible y que funcione adecuadamente.

El sistema monetario internacional es «internacional» en el sentido de que posibilita las transacciones globales (incluidas las transacciones locales en moneda extranjera) y «monetario» porque afecta al uso de las monedas como medio de pago, unidad

de cuenta, y depósito de valor. En este sentido, se diferencia del sistema financiero internacional, aunque ambos sistemas presentan una fuerte interdependencia, es decir, no se puede garantizar la estabilidad de uno de ellos si el otro no tiene estabilidad. Por lo que se refiere al término «sistema», el sistema monetario internacional actual es el resultado de la interacción entre las decisiones de política de cada país y las fuerzas del mercado y, como tal, no es un «sistema» en el sentido de un marco planificado y organizado. Así pues, es muy elástico y adaptable por naturaleza en comparación, por ejemplo, con el sistema de Bretton Woods, que estuvo vigente entre el final de la Segunda Guerra Mundial y 1971. En esto consiste su fortaleza, pero también puede convertirse en su debilidad si los principales agentes que participan en el sistema, en el desarrollo de sus políticas, no prestan suficiente atención a las cuestiones de estabilidad macroeconómica y financiera a más largo plazo, o a las externalidades negativas que afectan a otros países.

En este contexto, se examina, a continuación, la situación del sistema monetario internacional en el período previo a la crisis financiera global que se inició en el verano de 2007 (sección 2) y hasta qué punto el sistema se está reformando —a través de instituciones y foros como el FMI y el G 20— como resultado de las enseñanzas extraídas de la crisis (sección 3). La naturaleza polifacética de la crisis ha propiciado diversas explicaciones respecto a sus

causas y, como consecuencia, toda una serie de recetas de política económica para restablecer la estabilidad internacional. En el presente artículo se centra la atención en los esfuerzos desplegados para mejorar la supervisión del sistema (sección 3.1), perfeccionar los mecanismos de prevención y resolución de crisis (sección 3.2), aumentar la fortaleza del sistema y su capacidad de resistencia (sección 3.3), y en los intentos por reforzar la cooperación a escala mundial y mejorar el seguimiento de las recomendaciones del FMI en materia de políticas (3.4).

## 2 EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL EN EL MOMENTO DE LA CRISIS

### CARACTERÍSTICAS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

En el periodo anterior a la crisis financiera global, el sistema monetario internacional presentaba una serie de características que lo definían y que aún se mantienen. En primer lugar, a diferencia de sistemas monetarios internacionales anteriores, el sistema actual comprende una mezcla de regímenes de tipos de cambio flexibles y fijos, en el contexto de los cuales las economías más avanzadas aplican tipos de cambio de libre flotación y las menos avanzadas o las más pequeñas se inclinan hacia un mayor grado de fijación del tipo de cambio. La forma más estricta de fijación (vínculo) presenta una clara concentración regional, siendo, de forma destacada varias economías de Asia oriental y los principales exportadores de materias primas (especialmente, los países exportadores de petróleo de Oriente Medio) los países que vinculan sus monedas con mayor o menor rigidez al dólar estadounidense, mientras que las economías (más pequeñas) de Europa o de regiones limítrofes, vinculan su moneda, también en este caso con mayor o menor rigidez, al euro.

En segundo lugar, tras la liberalización generalizada de la cuenta de capital a principios de la década de 1990, la mayoría de las economías, tanto avanzadas como emergentes, comenzaron a reducir las restricciones a las entradas y salidas de capital, con la notable excepción de China, el mercado emergente dominante.

En tercer lugar, pese al cambio de régimen operado en el sistema monetario internacional en 1971, el dólar estadounidense sigue desempeñando un papel muy importante en el sistema de pagos, facturación, vinculación de monedas y denominación de reservas, aunque desde su creación en 1999, el euro ha cobrado gran importancia para las economías de los países del entorno de la zona del euro<sup>1</sup>. El tamaño de la economía estadounidense, la profundidad y liquidez de sus mercados financieros y su pasado historial de estabilidad de precios son importantes factores determinantes del atractivo del dólar estadounidense.

En cuarto lugar, cabe señalar que en la última década el sistema monetario internacional ha experimentado una aceleración del crecimiento en lo que se refiere a la acumulación de reservas exteriores oficiales por parte de un número relativamente pequeño de países, cuyas monedas se encuentran en su mayoría vinculadas al dólar estadounidense.

En quinto lugar, el sistema monetario internacional está interconectado con un sistema financiero internacional que se caracteriza por unos mercados financieros desregulados en los que los precios y las cantidades de los activos financieros vienen determinados por las fuerzas de la oferta y la demanda. Desde una perspectiva global, la evolución de los mercados financieros es bastante desigual, ya que los mercados financieros más consolidados disfrutan de un «círculo virtuoso» de atracción de inversión extranjera con fines de intermediación, que contribuye a profundizar su liquidez y estimula la innovación financiera, incrementando aún más la demanda de sus servicios y obstaculizando el desarrollo de los mercados financieros en otras regiones<sup>2</sup>.

En sexto lugar, si bien algunas de las reglas, procedimientos y políticas que respaldan el eficiente funcionamiento del sistema monetario internacional han sido acordadas a escala internacional por los responsables de las políticas económicas (como

1 Véase *Review of the international role of the euro*, BCE, julio de 2010.

2 Véase E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», *Occasional Paper Series*, n.º102, BCE, abril de 2009.

la supervisión global regional y bilateral, y los mecanismos de prevención y resolución de crisis), otras características se han desarrollado con el tiempo como resultado de decisiones de políticas de países individuales y fuerzas del mercado (como la constelación global de regímenes cambiarios, la elección de las monedas internacionales clave y la provisión discrecional unilateral o coordinada de liquidez). En teoría, las normas deberían diseñarse para respaldar la estabilidad del sistema, en particular desalentando acciones y actividades que sean incompatibles con el objetivo de velar por el bien público internacional que constituye la estabilidad externa. Las obligaciones de los países hacia el FMI y sus países miembros son un ejemplo notable de esas reglas. No obstante, como se ha puesto de manifiesto con la reciente crisis, dichas reglas no se hicieron cumplir adecuadamente. Este fallo puede deberse, en parte, a la confianza generalizada, pero, visto en perspectiva, injustificada, en el efecto de disciplina de los mercados sobre las medidas de política de los países, así como a la falta de voluntad política y de presión de los pares para hacer cumplir las reglas acordadas a nivel internacional.

### VULNERABILIDADES DEL SISTEMA

El aspecto más sorprendente del sistema monetario internacional antes de la crisis era la acumulación cada vez mayor de superávits por cuenta corriente en un número de países relativamente pequeño y de déficits en un número aún más pequeño, especialmente en Estados Unidos. Los incentivos de los países con superávit o déficit, aunque diferentes, estaban alineados y eran mutuamente compatibles, lo que dio lugar a un aumento de los desequilibrios. Ambos grupos de países se apoyaban en estrategias de crecimiento que se centraban masivamente en una única fuente de demanda.

Varios de los países que registraban superávit basaban su crecimiento económico en las exportaciones, con ayuda de un tipo de cambio fijo de su moneda vinculado al dólar estadounidense. Como consecuencia se produjo una acumulación masiva de reservas, ya que el vínculo con el dólar frenaba la presión al alza sobre sus monedas. Esta tendencia coincidió con el deseo de los países de Asia, tras la crisis asiática de finales de la década de 1990, de

acumular reservas por motivos de precaución. El grado en el que la acumulación de reservas, y la trayectoria de crecimiento de esa acumulación, vienen determinados por motivos de precaución, por oposición a ser un simple subproducto del mantenimiento de un tipo de cambio fijo infravalorado, es objeto de amplio debate y puede haber cambiado con el tiempo.

En la otra cara de la moneda, los países que registraban déficit recurrieron principalmente al consumo como fuente de crecimiento, a medida que disminuía el crecimiento de la renta —especialmente en Estados Unidos— y aumentaban los precios de la vivienda, lo que dio lugar a una acumulación masiva de deuda de los hogares. Los mercados financieros acomodaron esta acumulación de deuda, pasando de un modelo de originar para mantener a otro modelo de originar para distribuir. Los productos financieros se tornaron cada vez más complejos y opacos, lo que contribuyó a infravalorar el riesgo. Ello coincidió con una tendencia, por parte de las autoridades nacionales, a aligerar la regulación, con la esperanza de que la disciplina del mercado bastaría para controlar la situación. Lo que se produjo después fue una compresión sostenida de las primas de riesgo en la búsqueda de rendimientos, que dio lugar a burbujas de los precios de los activos y a una acumulación de deuda incluso mayor.

Así pues el crecimiento desequilibrado a nivel interno, tanto en los países con déficit como en los países con superávit, y el desequilibrio de los pagos internacionales entre las principales economías estaban intrínsecamente vinculados, lo que puso de manifiesto una de las principales debilidades del sistema, a saber, la falta de adecuación de los mecanismos correctivos. Las instituciones financieras internacionales, encargadas de vigilar la estabilidad de los países a título individual y del sistema, eran conscientes del aumento de los desequilibrios, pero carecían de la autoridad necesaria para hacer cumplir las recomendaciones en materia de políticas. En las consultas multilaterales realizadas por el FMI durante el período 2006-2007, se identificaron las políticas que era necesario aplicar, pero la escasa implementación por parte de las principales

economías afectadas impidió que llegaran a buen puerto. Además, aunque las consultas multilaterales ofrecían un nuevo enfoque para coordinar las respuestas a los problemas globales (con la implicación de un pequeño número de actores principales en un diálogo común), los países afectados no asumieron suficientemente la necesidad de hacer suyo el proceso, y la comunidad internacional no se entusiasmó con este enfoque. Por otra parte, la Decisión sobre la Supervisión Bilateral de las Políticas de los Países Miembros, adoptada por el FMI en 2007, no bastó para ejercer suficiente presión sobre los principales países responsables de los desequilibrios y, en última instancia, hubo que suavizar su implementación, para que el proceso de supervisión pudiera continuar. Además, no todos los países aprovecharon las ventajas del Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) del FMI y del Banco Mundial, y los que lo hicieron, con frecuencia prestaron poca atención a las recomendaciones formuladas en materia de políticas. Por último, los mecanismos de corrección basados en el mercado no pudieron operar en la medida en que se impidió que los tipos de cambio de los principales países superavitarios se ajustaran suficientemente y se soslayaron las limitaciones de ingresos a la acumulación de deuda en los países deficitarios mediante instrumentos de deuda innovadores, combinados con la debilidad de los controles de crédito interno y la falta de una regulación y una vigilancia suficientemente rigurosas. En resumen, ni los mercados financieros (que participaban activamente en la intermediación de volúmenes de liquidez cada vez mayores) ni las autoridades nacionales (preocupadas principalmente por cumplir su mandato orientado a los intereses del país) contribuyeron suficientemente a promover la estabilidad global.

Como resultado, las tensiones finalmente hicieron su aparición, no en el sistema monetario internacional, sino en el sistema financiero nacional de Estados Unidos, poniendo fin a la espiral de aumento de los precios de los activos y acumulación de deuda y provocando la paralización de algunos mercados financieros. A continuación, las tensiones se extendieron al sistema mundial, afectando en última instancia a la economía real y propagando sus ondas de choque a todo el sistema monetario internacional<sup>3</sup>.

La crisis financiera global que comenzó a desarrollarse en agosto de 2007, reveló en toda su crudeza la falta de visión a todos los niveles (tanto de las instituciones financieras internacionales como de las autoridades nacionales y el sector privado) para apreciar el grado y la naturaleza de la integración de las actividades económicas y financieras, tanto en el ámbito de cada economía como a escala mundial. Se puso claramente de manifiesto que la supervisión del sector financiero iba profundamente a la zaga de la evolución de los acontecimientos, que no se entendía bien la dinámica de los vínculos macrofinancieros (es decir, las relaciones entre la actividad de los mercados financieros y la evolución macroeconómica) y que los vínculos macroprudenciales (entre la regulación prudencial aplicable a las instituciones financieras y su impacto en la evolución macroeconómica) estaban, en gran medida, sin explorar. Hacer frente a estas deficiencias —la debilidad de los mecanismos correctivos y la falta de comprensión de las interrelaciones globales— debería ser un elemento clave de cualquier reforma.

### 3 LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

La eclosión de la crisis reveló que el extraordinario crecimiento de la economía mundial en los años anteriores no había representado una nueva tendencia en la tasa de crecimiento, sino que fue más bien el resultado insostenible de una combinación de incentivos, mal dirigidos aunque alineados, de los sectores público y privado, a los que habían dado cabida un sector financiero dinámico e innovador y un sistema monetario internacional muy vagamente anclado. El carácter multidimensional de la crisis ha generado una gran cantidad de remedios, en el ámbito de las políticas económicas, para sanear el sistema financiero internacional, mejorar el sistema monetario internacional y reequilibrar el crecimiento económico

3 Para más información sobre el debate relativo al papel desempeñado por el sistema monetario internacional en la crisis financiera global, véase E. Dorrucchi y J. McKay *The international monetary system after the financial crisis*, Occasional Paper Series, BCE, de próxima publicación.

nacional y mundial. Las secciones siguientes se centran en los esfuerzos que se están realizando en cuatro áreas clave: mejorar la supervisión del sistema, perfeccionar los mecanismos de prevención y resolución de crisis, aumentar la fortaleza del sistema y su capacidad de resistencia y mejorar la cooperación a escala mundial y la aceptación de las recomendaciones, en materia de políticas, formuladas por el FMI.

### 3.1 NECESIDAD DE MEJORAR LA SUPERVISIÓN

La evaluación de la supervisión es un ejercicio asimétrico: su calidad solo se pone de manifiesto cuando falla. La crisis ha puesto en evidencia que la supervisión no logró mantenerse a la altura de la creciente complejidad de la globalización. En distinta medida, las fallas eran evidentes en todos los ámbitos de la supervisión: multilateral, del sector financiero y bilateral.

#### SUPERVISIÓN MULTILATERAL

El nivel y el grado cada vez mayor de interconexión de la economía mundial exigen que se haga un mayor hincapié en la supervisión multilateral. Desde que se produjo la crisis, se han reforzado algunas de las prácticas de supervisión multilateral, se han creado o se están creando nuevos ejercicios y se está discutiendo un número aún mayor de medidas. El FMI, junto con otros organismos y foros, en particular el G 20 y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés), está trabajando para mejorar la supervisión de la economía mundial, a fin de incrementar su capacidad de resistencia y contribuir a la promoción de un crecimiento sostenible.

Una de las innovaciones potencialmente más significativas en el ámbito de la supervisión multilateral es el Marco para un Crecimiento Sólido, Sostenible y Equilibrado, iniciativa que puso en marcha el G 20 en la cumbre de Pittsburgh en septiembre de 2009, y que tiene por objeto evaluar la mutua compatibilidad de las políticas nacionales a fin de alcanzar objetivos compartidos. En esencia, cada una de las veinte economías más importantes desde el punto de vista sistémico examina las medidas y los marcos de política de las diecinueve restantes basán-

dose en supuestos comunes y con la asistencia técnica del FMI, para identificar el efecto global de sus planes combinados (el «escenario de referencia»). Partiendo de este escenario, el G 20 explora qué margen de maniobra hay para mejorar los resultados globales definiendo las medidas de política necesarias y se compromete a realizar los ajustes necesarios siempre que sea posible. Este proceso de evaluación mutua marca un nuevo enfoque de la supervisión global en el sentido de que se acuerda un objetivo compartido a nivel de líderes y, a continuación, los miembros del G 20 participan en un proceso dinámico de análisis de datos y escenarios, así como de evaluación de las políticas, a fin de alcanzar ese objetivo. El primer ciclo tuvo lugar en 2010 y corresponde ahora a los miembros del G 20 poner en marcha las recomendaciones mutuamente acordadas. El proceso no ha avanzado todavía lo suficiente como para evaluar su contribución a una supervisión más eficaz, pero, dado su alcance más amplio, la participación de los líderes de las veinte economías más importantes desde el punto de vista sistémico y, consecuentemente, su alto grado de visibilidad, representan un esfuerzo concertado por mejorar los resultados económicos a nivel global.

Volviendo al FMI, la institución tiene la singular responsabilidad de promover el bien público global que es la estabilidad monetaria internacional<sup>4</sup> y, a tal efecto, ejerce la supervisión multilateral. Los resultados se presentan de forma más destacada en su publicación bandera, las Perspectivas de la Economía Mundial, pero también en el Informe sobre la estabilidad financiera mundial (GFSR) y los informes sobre las Perspectivas Económicas Regionales (REO). La crisis puso más claramente de manifiesto algunas deficiencias de la supervisión que realiza el FMI y, desde entonces, se han presentado varias propuestas para mejorarla.

Una de las primeras medidas adoptadas fue mejorar la coherencia de los informes Perspectivas de la Economía Mundial y GFSR y destacar con mucho más detalle los vínculos y las externalidades

4 El FMI tiene encomendada la misión de «supervisar el sistema monetario internacional a fin de asegurar su buen funcionamiento» (véase Artículo IV del Convenio Constitutivo).

macrofinancieras. En el marco de una nueva iniciativa, el FMI elaborará informes piloto sobre esas externalidades («spillover reports»), es decir, informes sobre los efectos de contagio al exterior de las economías o grupos de economías más grandes desde el punto de vista sistémico, cuyas políticas pueden afectar a la estabilidad del sistema monetario internacional. El objetivo de esos informes es cubrir un hueco en la supervisión que ejerce el FMI prestando atención a las repercusiones de las políticas de una economía sobre otras economías y consultando con los países miembros, tanto los de origen de las externalidades como aquellos en los que estas tienen un impacto. A título de prueba, se realizarán informes para cinco economías (China, la zona del euro, Japón, Reino Unido y Estados Unidos), que se prevé estarán concluidos para el verano de 2011.

También se ha discutido la conclusión de una decisión sobre la supervisión multilateral (similar a la Decisión sobre la Supervisión Bilateral de las políticas de los países miembros, acordada en 2007), a fin de proporcionar orientación sobre el papel de los técnicos del FMI y las expectativas de los países miembros respecto al alcance y las modalidades de la supervisión multilateral. Por último, se está considerando también la posibilidad de mejorar la supervisión regional. Dado que algunas organizaciones regionales también realizan sus propios ejercicios de supervisión se están estudiando las posibles sinergias y complementariedades entre la supervisión que ejerce el FMI y la que llevan a cabo organismos regionales.

#### **SUPERVISIÓN DEL SECTOR FINANCIERO**

Al considerar las formas de mejorar la supervisión del sector financiero, se hizo evidente que parte del problema era el desajuste entre el punto en el que radica la responsabilidad de la supervisión a nivel nacional y el ámbito internacional de los mercados financieros y de la interacción económica. Era necesario contar con una institución o un foro central para hacer frente a estos problemas, y el G 20 consideró que el Foro de Estabilidad Financiera (FEF) era el que mejor se ajustaba a esta necesidad. Como resultado, dicho foro se transformó, posteriormente, en el Consejo de Estabilidad Financiera

(FSB, en sus siglas en inglés). Para ello fue necesario otorgarle unos estatutos propios, ampliar el alcance de su mandato para que pudiera promover mejor la estabilidad financiera, incrementar el número de sus miembros y encomendarle una serie de nuevas tareas con plazos de conclusión específicos y ambiciosos. Así pues, el FSB se ha convertido en el órgano primordial encargado de coordinar las cuestiones de estabilidad financiera a nivel mundial, responsable de sus acciones ante el G 20.

Una de las características clave de la labor del FSB es la colaboración con otras instituciones. Colabora con el FMI en el campo de la supervisión macroprudencial<sup>5</sup> mediante un «ejercicio de alerta temprana» que señala las vulnerabilidades, especialmente en lo que respecta a las interrelaciones entre sectores y entre países. Los resultados se presentan dos veces al año al Comité Monetario y Financiero Internacional (CMFI) del Fondo. Conjuntamente, el FMI, el FSB y el BPI han ofrecido orientación a las autoridades nacionales para determinar si las instituciones financieras, los instrumentos y los mercados financieros son importantes desde el punto de vista sistémico<sup>6</sup>. Esta labor se ha traducido en un mayor esfuerzo por mejorar la recopilación de datos relevantes. El FSB también está colaborando con organismos reguladores para formular recomendaciones encaminadas a atenuar la prociclicidad, y con el BPI y los organismos responsables de las normas contables para desarrollar instrumentos macroprudenciales. Todavía habrá de pasar algún tiempo para que se consoliden los nuevos procedimientos de coordinación y colaboración, pero el proceso ya está en marcha y representa la «globalización» de las actividades de vigilancia y supervisión necesarias para estar a la altura de la actividad financiera y económica mundial.

5 Las respectivas obligaciones y división de funciones entre el FMI y el FSB se establecieron en una carta conjunta del Director Gerente del FMI y del Presidente del FSB en noviembre de 2008. El FMI se centra en los aspectos macroeconómicos, mientras que el FSB proporciona información sobre los aspectos prudenciales, en consonancia con la ventaja comparativa de cada institución.

6 Véase *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial considerations*, FSB/BPI, 2009, octubre.

Dada su misión de promover la estabilidad del sistema monetario internacional, el FMI, con el paso de los años, ha ido centrando gradualmente la atención en los mercados financieros, y la crisis ha venido a justificar con más contundencia la necesidad de que la institución desempeñe un papel más destacado en el ámbito de la supervisión financiera. El Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF), una iniciativa conjunta del FMI y del Banco Mundial, se ha transformado para prestar una mayor atención a las vulnerabilidades, permitir un seguimiento más sistemático mediante un enfoque modular de la vigilancia y de la supervisión a distancia y garantizar un seguimiento más escrupuloso de las recomendaciones. La evaluación de la estabilidad financiera en el marco del PESF es un requisito obligatorio para 25 países miembros del FMI con sectores financieros importantes desde el punto de vista sistémico y será uno de los elementos habituales de la supervisión bilateral con esos países. Ya se está trabajando para integrar mejor los resultados del PESF en los informes sobre las consultas del Artículo IV.

Asimismo, el FMI se propone elaborar un mapa de riesgo financiero global, con un elemento geográfico, a fin de detectar la acumulación de riesgos sistémicos e identificar mejor cómo se propagan las perturbaciones financieras y de política entre los distintos mercados y economías. Para que esta iniciativa tenga éxito, habrá que hacer frente al problema de la falta de datos financieros.

### SUPERVISIÓN BILATERAL

A nivel internacional, la supervisión bilateral es responsabilidad del FMI. De conformidad con lo dispuesto en el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, la institución tiene encomendada la tarea de realizar consultas periódicas con los países miembros para garantizar que éstos cumplan sus obligaciones. En las dos últimas décadas, el FMI ha adoptado varias medidas para reforzar la supervisión bilateral en respuesta a las revisiones críticas de sus actividades en esta materia (como la realizada por la Oficina de Evaluación Independiente), que se han materializado, por ejemplo, en la Decisión sobre la Supervisión Bilateral de las políticas de los países miembros

de 2007. Al considerar cómo mejorar aún más la supervisión bilateral en respuesta a la crisis, la atención se ha centrado principalmente en tres aspectos: (i) encontrar formas de mejorar la ratio de aceptación de las recomendaciones de política formuladas por el FMI; (ii) aprender más de la supervisión bilateral mediante la preparación de informes sobre temas transversales para países que atraviesan circunstancias similares, y (iii) avanzar hacia una mayor vigilancia de los flujos de capital.

Con respecto al primero de estos aspectos, la escasa aceptación de las recomendaciones del Fondo guarda una estrecha relación con los motivos por los que no se corrigieron los desequilibrios acumulados en el sistema monetario internacional. La falta de autoridad del FMI para imponer políticas a sus países miembros no es ninguna novedad<sup>7</sup> y, desde hace mucho tiempo, la institución ha tratado de lograr una mayor aceptación de sus recomendaciones en materia de políticas, principalmente mejorando sus análisis y el método para conseguir la participación de los países miembros<sup>8</sup>. Entre las ideas que se están estudiando actualmente, cabe señalar un mayor nivel de compromiso con organismos regionales o grupos de países —como ya está haciendo el FMI brindando asistencia técnica al G 20— y una mayor participación de los ministros en el procedimiento de supervisión, a fin de garantizar un compromiso al máximo nivel. Con carácter más general, se pretende que la reforma de las cuotas y de la estructura de gobierno del FMI mejore la representatividad y aumente la legitimidad

7 Ya en 1999, un grupo de expertos independientes señalaron en su Evaluación Externa de la Supervisión del FMI que «la supervisión difícilmente será un factor de gran influencia en las medidas de política de un país». Más recientemente, en el informe de 2010 elaborado por la Oficina de Evaluación Independiente sobre las «Interacciones del FMI con los países miembros» se observa que la aceptación de recomendaciones era mínima en las economías avanzadas y en los grandes mercados emergentes.

8 Entre estas medidas se incluyen las actividades de comunicación, por ejemplo, con centros de investigación (*think tanks*), parlamentarios y sindicatos, a fin de llegar a otras partes interesadas, además de las autoridades; cabe señalar, asimismo, el ajuste de las políticas de recursos humanos del FMI, para conseguir una combinación de experiencia más ajustadas a las necesidades, y el aumento de la influencia de la presión de los pares y del público en general a través de una mayor transparencia.

9 Existe una propuesta para crear un Consejo Monetario y Financiero Internacional con este fin.

de la institución, lo que también debería traducirse en una mayor relevancia y eficacia.

Para aprovechar mejor la supervisión bilateral y hacerse una idea más exacta de los temas transversales, el FMI elabora varios informes. El más destacado es el titulado Fiscal Monitor (en su denominación en inglés), que se publicó por primera vez en julio de 2009 y ahora se publica dos veces al año, y que proporciona un análisis completo de la evolución fiscal desde una perspectiva global.

Por lo que respecta a los flujos de capital, se está debatiendo si deberían ampliarse las competencias del FMI para mejorar la supervisión en esta materia. Si bien la idea de reforzar la capacidad de vigilancia de los flujos de capital y la función de asesoramiento del FMI cuentan con un respaldo general, todavía se observa cierta reticencia en cuanto a la adopción de medidas encaminadas a controlar dichos flujos, dado que los importantes avances logrados en la liberalización de la cuenta de capital contribuyeron a desencadenar el potencial de crecimiento. Todavía está por determinar cómo podrían maximizarse las ventajas manteniendo al mínimo los riesgos asociados a la apertura de la cuenta de capital.

### 3.2 MEJORA DE LOS MECANISMOS DE PREVENCIÓN Y RESOLUCIÓN DE CRISIS

Desde que se produjo la crisis, gran parte de la atención se ha centrado en encontrar mejores formas de ayudar a los países que, como resultado de la misma, están experimentando dificultades de pago, ya sea directamente o bien por efectos de contagio. Tanto a nivel internacional como regional se han logrado algunos avances.

#### LINEAS DE FINANCIACION DEL FMI

En el medio de la crisis, se plantearon dudas respecto a la suficiencia de los recursos del FMI y la idoneidad de sus instrumentos para brindar asistencia a los países con dificultades financieras. En consecuencia, la institución ha incrementado su capacidad de préstamo y ha reformado sus instrumentos. Con respecto a lo primero, los países miembros del FMI pusieron en práctica el compro-

miso suscrito por los líderes del G 20 en la reunión que celebraron en Londres el 2 de abril de 2009 de triplicar los recursos disponibles para el Fondo hasta 750 mm de dólares estadounidenses. Este objetivo se alcanzó inicialmente mediante aportaciones bilaterales y, a tal efecto, varios países emergentes y avanzados suscribieron con el FMI acuerdos bilaterales de préstamo y de adquisición de valores. Estos préstamos se incorporarán posteriormente a los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos ampliados<sup>10</sup>. En abril de 2010, se aprobó la ampliación y reforma de estos Acuerdos, que ahora deberán ratificar los países participantes<sup>11</sup>. En noviembre de 2010, el FMI aprobó también un nuevo aumento de cuotas que, una vez aplicado, duplicará los recursos del FMI por este concepto. El aumento vendrá acompañado de una reducción proporcional de los recursos disponibles en el marco de los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, a fin de mantener el carácter de institución basada en las cuotas, propio del FMI.

Por lo que se refiere a los instrumentos de préstamo, en marzo de 2009, el Fondo introdujo la Línea de Crédito Flexible, elevó los límites de préstamo e hizo mayor hincapié en la condicionalidad ex ante. La Línea de Crédito Flexible es un servicio de préstamo de carácter preventivo que exige solo condicionalidad ex ante y está destinada a los países con un historial sólido en materia de políticas y excelentes resultados. En agosto de 2010 se

10 Además, los líderes del G 20 acordaron respaldar una nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG), por importe de 250 mm de dólares estadounidenses, a fin de proporcionar activos de reserva adicionales a los países miembros del FMI. El 28 de agosto de 2009, entró en vigor una *asignación general* de DEG, equivalente a 250 mm de dólares estadounidenses, a la que siguió, el 9 de septiembre de 2009, la *asignación especial* de DEG de alrededor de 32 mm de dólares estadounidenses, que estaba pendiente desde 1997, una vez que Estados Unidos aprobó la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo. Además, en la declaración de la Cumbre de Londres se respaldó la concesión de «un mínimo de 100 mm de dólares estadounidenses en préstamos adicionales, por parte de los bancos multilaterales de desarrollo, a fin de garantizar respaldo a la financiación del comercio por 250 mm de dólares estadounidenses y utilizar los recursos adicionales provenientes de las ventas de oro del FMI acordadas para proporcionar financiación en condiciones concesionarias a los países más pobres».

11 El total de recursos comprometidos en el marco de los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, nuevos o ampliados, asciende a 367,5 mm de DEG.

efectuó la puesta a punto de este instrumento con la eliminación del límite de acceso y la ampliación de su duración<sup>12</sup>.

También en agosto de 2010, como parte de la reforma de los préstamos, se creó la nueva Línea de Crédito Precautoria. Este servicio financiero está previsto para los países miembros del FMI que, a pesar de aplicar políticas económicas sólidas, no cumplen los exigentes requisitos de acceso a la Línea de Crédito Flexible y, por lo tanto, está disponible para un mayor número de países<sup>13</sup>. Estos cambios sugieren que el FMI desempeñará un papel más destacado, con un cambio de orientación en sus préstamos, que, tras basarse en gran medida en las necesidades *efectivas* de balanza de pagos, pasarán a basarse en los problemas *potenciales* de balanza de pagos («préstamos preventivos»).

Los debates que se están desarrollando actualmente respecto a cómo potenciar aún más el papel de prestamista del FMI se centran, principalmente, en el posible refuerzo de la «red global de protección financiera» y en cómo mejorar la colaboración entre el FMI y los acuerdos regionales de financiación. Las opiniones difieren al considerar si el FMI debe introducir un mecanismo que pueda activarse en respuesta a perturbaciones sistémicas y, en caso afirmativo, cuál debería ser su diseño. También hay divergencias en cuanto a la posibilidad de que ese mecanismo reduzca el estigma asociado a los préstamos del FMI, evitándose así que se produzca una nueva acumulación de reservas por motivos de precaución en los mercados emergentes sin crear riesgo moral. Asimismo, se sigue discutiendo cómo intensificar la colaboración entre el FMI y los acuerdos regionales; en este caso, las propuestas de participación del FMI van desde la prestación de asistencia técnica hasta la provisión de un «respaldo» financiero a los recursos regionales.

### SERVICIOS FINANCIEROS Y SUPERVISIÓN REGIONALES

A nivel regional, los organismos pertinentes también están desarrollando sus políticas de prevención y resolución de crisis. Entre todas estas iniciativas destacan los servicios de financiación y los acuerdos de supervisión recientemente creados en Europa y el desarrollo de la Iniciativa Chiang Mai en Asia.

En Europa, antes de la crisis, los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro que experimentaban dificultades de balanza de pagos podían obtener asistencia de la UE en el marco del servicio de asistencia financiera a medio plazo. En vista de la evolución asociada a la crisis, se incrementó hasta 50 mm de euros la capacidad de financiación de este servicio. En mayo de 2010, se crearon dos nuevas líneas financieras que elevan el volumen de fondos para préstamos y amplían la cobertura a los países de la zona del euro: el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM en sus siglas en inglés) y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSE)<sup>14</sup>, que contemplan la participación del FMI en cualquier programa. Como primera medida para ayudar a evitar que se produzca una crisis, la UE está reestructurando su gobernanza económica y la supervisión bajo los auspicios del Grupo de Trabajo Van Rompuy, en particular, el marco para potenciar la disciplina fiscal y la vigilancia de la evolución de la competencia.

12 Como resultado de los cambios, ahora pueden aprobarse acuerdos de préstamo en el marco de la Línea de Crédito Flexible a uno o dos años, con examen provisional transcurrido un año para determinar si el país cumple los requisitos para acogerse al préstamo. Anteriormente, los acuerdos eran a seis meses o un año y el examen de verificación se realizaba transcurridos seis meses. Se ha eliminado el anterior límite de acceso implícito equivalente al 1.000% de la cuota del país miembro del FMI y ahora las decisiones se basarán en las necesidades de financiación de cada país. También se han modificado los procedimientos para la aprobación del acuerdo y el Directorio Ejecutivo del FMI participa en una etapa más temprana para evaluar el nivel de acceso considerado y su impacto en la liquidez del FMI. Los nueve criterios de habilitación utilizados por los funcionarios del FMI y por el Directorio Ejecutivo para evaluar los méritos de las solicitudes presentadas por los países siguen siendo los mismos, pero se han añadido varios indicadores relevantes a cada categoría, a fin de proporcionar una orientación más detallada del cumplimiento.

13 Los criterios de habilitación abarcan cinco grandes aspectos: (i) posición exterior y acceso al mercado; (ii) política fiscal; (iii) política monetaria; (iv) solidez del sector financiero y supervisión; y (v) idoneidad de los datos. Aunque se exige un sólido historial en la mayoría de estos aspectos, la Línea de Crédito Precautoria permite el acceso a sus recursos a los países miembros que presenten vulnerabilidades moderadas en uno o dos de esos aspectos. Además, esta línea de crédito se caracteriza por unas condiciones ex post simplificadas (que pueden o no incluir criterios de ejecución) con un seguimiento que se realiza por medio de exámenes del programa semestrales y por la concentración del acceso al inicio del programa (disponibilidad de hasta el 500% de la cuota al aprobarse el acuerdo y de hasta el 1.000% de la cuota en total al cabo de 12 meses).

14 Véanse más detalles en el recuadro 4 de la publicación *Financial Stability Review*, BCE, diciembre de 2010.

En Asia, se ha desarrollado aún más la Iniciativa Chiang Mai, una red de acuerdos bilaterales de *swaps* de divisas creada en 2000. En vista de la crisis, los ministros de Hacienda de la ASEAN+3 (que representa a los diez países miembros de la ASEAN, más China, Japón y Corea del Sur), acordaron, el 3 de mayo de 2009, transformar los acuerdos de *swaps* de divisas bilaterales en vigor en un único acuerdo regional de fondo común poniendo en marcha un plan de multilateralización e incrementaron los recursos disponibles. Al igual que los servicios financieros de la UE y la zona del euro, el desembolso de asistencia financiera a un miembro regional contempla la participación del FMI (por ejemplo, el acceso a financiación en el marco de la Iniciativa Chiang Mai por encima del 20% de la línea de crédito acordada requiere que se esté aplicando un programa del FMI). Además, se desarrollaron planes para crear un organismo de supervisión regional independiente y potenciar la cooperación regional más allá de las meras actividades de intercambio de información y evaluación entre pares.

### 3.3 OTRAS OPCIONES PARA REFORZAR LA COOPERACIÓN INTERNACIONAL

Además de mejorar la supervisión y los mecanismos de prevención y resolución de crisis, también se están considerando o aplicando otras opciones para aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero internacional, por ejemplo, cuestiones relacionadas con la moneda, así como la mejora de la regulación y la supervisión de los sectores financieros y del sistema financiero mundial, a fin de reforzar la estabilidad monetaria.

Algunos observadores están considerando la posibilidad de crear una moneda artificial de dimensiones globales, que podría adoptar una de dos formas posibles: una cesta de monedas o una moneda fiduciaria supranacional. El candidato más obvio a la primera opción, la cesta de monedas, sería el DEG. Los partidarios de que el DEG desempeñe un papel más importante argumentan que una cesta de monedas basada en el DEG: (i) constituiría un depósito de valor y una unidad de cuenta más estables que las monedas que la integran y,

por lo tanto, la volatilidad del tipo de cambio sería menor; (ii) entrañaría una menor necesidad de ajustar los tipos de cambio vinculados al DEG en comparación con los vínculos a una moneda nacional, y (iii) permitiría a los inversores tomar en consideración, en la valoración de los activos, las condiciones monetarias globales más que la situación imperante en la economía emisora de la moneda internacional dominante.

Dicho esto, para que el DEG pueda desempeñar un papel auténticamente mundial, habría que aumentar sustancialmente su liquidez, no solo incrementando las emisiones por parte del FMI y el número de países que lo utilicen, sino también mediante la creación de un mercado de DEG para el sector privado.

La segunda propuesta, que consiste en crear una moneda supranacional plantea muchos interrogantes. En primer lugar, determinar lo que podría ser un banco central realmente mundial y de dónde derivaría su autoridad. En segundo lugar, para que la moneda resultase atractiva a nivel internacional, debería gozar de una total credibilidad, lo que supone que habría que gestionar cuidadosamente su oferta mediante una norma apropiada.

### REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

La crisis financiera ha sacado a la luz las deficiencias en materia de regulación y supervisión al demostrar que los organismos responsables no fueron totalmente capaces de detectar la acumulación de riesgos en el sistema financiero. La crisis puso de relieve la necesidad de complementar el enfoque de la regulación y la supervisión aplicado antes de la crisis, centrado en la estabilidad de cada intermediario (enfoque microprudencial) con otro en el que se considere la estabilidad del sistema en su conjunto teniendo más en cuenta los riesgos derivados de las interacciones entre los participantes en el mercado (enfoque macroprudencial).

Varias iniciativas recientes apuntan en esta dirección. En las reuniones celebradas en julio y septiembre de 2010, el Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión, el órgano de vigilancia del Comité

de Supervisión Bancaria de Basilea, respaldó el diseño y la calibración de un conjunto de propuestas para reforzar la normativa mundial en materia de capital y liquidez. Estas propuestas, conocidas también como Basilea III, incluyen medidas encaminadas a fortalecer la capacidad de resistencia del sector financiero mejorando la calidad y la cantidad del capital, y a introducir requerimientos adicionales de capital en forma de reservas, una ratio de apalancamiento suplementaria y nuevas normas para un marco de riesgo de liquidez. En este contexto, Basilea III también tiene por objeto mitigar la prociclicidad del sistema financiero introduciendo un mecanismo amortiguador anticíclico.

Además, se está trabajando dentro del FSB para reducir el riesgo moral que plantean las instituciones financieras de importancia sistémica, así como los riesgos sistémicos derivados de la interconexión de dichas instituciones. Asimismo, se está considerando el papel de las normas contables que exigen la medición en forma de ajuste a mercado y los regímenes retrospectivos de dotaciones para insolvencias.

En la cumbre del G 20 celebrada en noviembre de 2010 se aprobaron los elementos básicos del nuevo marco de regulación financiera, incluidas las nuevas normas sobre capital bancario y liquidez. Además, se aprobaron las medidas encaminadas a mejorar la regulación y la resolución de instituciones financieras de importancia sistémica.

### 3.4 MEJORA DE LA GOBERNANZA GLOBAL

Como consecuencia de la crisis financiera global, la necesidad de mejorar la cooperación y la acción colectiva se ha hecho aún más evidente. Cuanto más integrado está el sistema económico y financiero mundial, menor es la capacidad de las distintas autoridades nacionales para dirigir la actividad económica y financiera de cada país hacia la promoción de un crecimiento sostenible, de forma que se preserve la estabilidad sistémica y, por ende, mayor es la necesidad de mejorar la cooperación a nivel mundial.

El ascenso del G 20 como principal foro de gobernanza mundial, eclipsando al G 7, es el reconoci-

miento de la necesidad de intensificar esa cooperación. Como se mencionó anteriormente, el Marco para un Crecimiento Sólido, Sostenible y Equilibrado, impulsado por el G 20, es una gran innovación en el campo de la cooperación internacional. Mientras que las recomendaciones del FMI en materia de políticas han sido con frecuencia ignoradas, el proceso de evaluación mutua del G 20 contiene elementos que pueden mejorar la ratio de aceptación y, por lo tanto, aumentar las probabilidades de éxito de la acción colectiva. Lo primero y principal es que, con la creación de este Marco, el G 20 centra la atención en el tema, añadiendo impulso político al máximo nivel<sup>15</sup> y responsabiliza, en cada una de sus reuniones, a los miembros del grupo de los avances en la consecución de sus objetivos compartidos. En segundo lugar, el conjunto de participantes es lo suficientemente amplio como para incluir a todas las partes interesadas, pero menor que la Junta de Gobernadores del FMI o el CMFI, lo que debería ayudar a que las deliberaciones sean más manejables. Por otra parte, estas características no garantizan la aceptación de las recomendaciones: éstas corren el riesgo de ser demasiado vagas, no se imponen sanciones o penalizaciones por incumplimiento y el nivel de compromiso demostrado en los peores momentos de la crisis podría desvanecerse a medida que las economías comiencen a recuperarse. A un nivel más general, la legitimidad del G 20 podría cuestionarse a medida que remita la crisis, lo que podría socavar la iniciativa.

La transformación del FSF en el FSB es otra prueba más de la necesidad de intensificar la cooperación global. El FSB está ayudando a mejorar el diálogo entre las autoridades responsables de las cuestiones relativas al sector financiero y a aplicar, si procede, las normas y las políticas correctivas reconocidas.

15 En 2009, el G 20 acordó que «los países miembros tienen la responsabilidad ante la comunidad de naciones de garantizar la salud general de la economía mundial. Las consultas regulares, el fortalecimiento de la cooperación en políticas macroeconómicas, el intercambio de experiencias sobre las políticas estructurales y la evaluación continua pueden reforzar nuestra cooperación y fomentar la adopción de políticas sólidas» (véase párrafo 3 del Marco del G 20 para un Crecimiento Sólido, Sostenible y Equilibrado, tras el anexo al Comunicado de los Líderes del G 20 en la Cumbre de Pittsburgh).

Lo primero y principal, un componente potencialmente importante de las competencias ampliadas del FSB es el compromiso adquirido por todos sus miembros de someterse periódicamente a evaluaciones entre pares. Estas evaluaciones se basarán, entre otros, en los informes publicados del PESF del FMI y del Banco Mundial, y se utilizarán no solo para el seguimiento de los países a título individual (por ejemplo, verificar si cumplen las recomendaciones en materia de política de los PESF y de los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas), sino también con carácter temático (por ejemplo, seguimiento de la adopción, por parte de los miembros, de medidas de política o normas concretas aprobadas en el seno del FSB). En segundo lugar, el FSB ha establecido un proceso de seguimiento para verificar la observancia de las normas internacionales de regulación y supervisión en materia de cooperación e intercambio de información, en forma de «jurisdicción no cooperativa». Para que tenga un alcance verdaderamente global, este ejercicio se aplica no solo a los países miembros del FSB. Cuando detecta deficiencias, el FSB indica las jurisdicciones a efectos de «evaluación más detallada» y se inspira en las evaluaciones del FMI y del Banco Mundial sobre la observancia de las recomendaciones de los PESF o de los Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas. También tiene previsto introducir un sistema de incentivos para que las jurisdicciones se mantengan al día con las reformas. En una tercera iniciativa clave, el FSB ha establecido una red de seguimiento (Implementation Monitoring Network) para verificar la observancia de las recomendaciones del G 20 y del FSB. Estas tres iniciativas representan otros tantos pasos útiles para mantener la atención centrada en el historial de cumplimiento de las recomendaciones por parte de cada país. El recurso a foros distintos del FMI o el Banco Mundial para verificar la observancia de las recomendaciones formuladas por estos dos organismos aumenta la presión sobre los países para que cumplan sus compromisos.

Por último, en lo que respecta al FMI, se sigue trabajando en la reforma y la modernización de la estructura de gobierno de la institución, en atención a las voces que pedían más legitimidad y re-

presentatividad. En última instancia, estos cambios deberían mejorar también la capacidad de respuesta de los países miembros al asesoramiento del FMI y a las evaluaciones entre pares. A tal efecto, se ha acordado realinear las cuotas de los países en la institución, en el marco de la actual reforma de las cuotas, y modificar la composición del Directorio Ejecutivo. Ambas medidas reforzarán la voz y representación de los mercados emergentes y los países en desarrollo. También se están discutiendo otros aspectos de la estructura de gobierno, como la reforma del órgano asesor del FMI, el CMFI, y los procedimientos de selección de la alta administración del FMI y de otras instituciones financieras internacionales. Todas estas medidas están encaminadas a reforzar la autoridad supranacional para proporcionar mejor el bien público global que es la estabilidad monetaria y financiera internacional, dado que este objetivo trasciende las competencias de los gobiernos nacionales y no es el resultado natural del comportamiento de unos mercados orientados al lucro y, con frecuencia, sesgados por la inclinación a satisfacer criterios de ejecución de corto plazo.

#### 4 CONCLUSIONES

En conclusión, pese al hecho de que la crisis se manifestó dentro del sistema financiero, sus causas fundamentales guardaban una estrecha relación con la acumulación de desequilibrios globales en los pagos, y con la incapacidad para corregirlos, en el marco del sistema monetario y financiero internacional. Como resultado, los responsables de la política económica han comenzado a reforzar el funcionamiento del sistema. Cabe destacar en este sentido las medidas encaminadas a estimular la cooperación global, intensificar la vigilancia y mejorar los mecanismos de prevención y resolución de crisis. Aunque no es probable que estas iniciativas alteren el carácter fundamental del sistema monetario y financiero internacional, ni tienen necesariamente que hacerlo, sigue siendo importante configurarlo de tal manera que, con el tiempo, reduzca los desequilibrios tanto globales como internos, preservando al mismo tiempo la estabilidad internacional para fomentar el crecimiento y el de-

## ARTÍCULOS

La crisis financiera  
y el fortalecimiento  
de la cooperación  
económica  
internacional

sarrollo a nivel mundial. Ello exige cooperación a ese nivel, así como una mayor legitimidad, y por ende más autoridad, de los organismos y foros supranacionales para proteger la estabilidad global. Exige, asimismo, incentivos para que los participantes en el mercado y las autoridades nacionales se sumen a la promoción de la estabilidad sistémi-

ca y que los responsables de la política económica asuman una perspectiva sistémica y estén dispuestos a aplicar políticas que, al tiempo que sirvan a los intereses nacionales, respalden un sistema monetario y financiero internacional estable y, por consiguiente, contribuyan a la prosperidad de la economía mundial.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

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

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

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

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

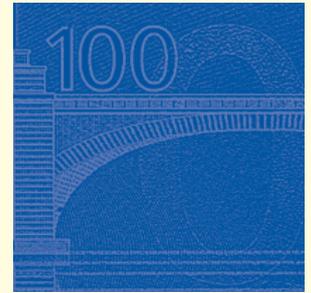
En enero de 2011, Estonia se incorporó a la zona del euro, elevándose a 17 el número de países pertenecientes a la zona del euro.

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

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

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

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



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,4	1,22	3,76
2010	.	.	.	.	.	.	0,81	3,36
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,4	0,66	3,46
II	10,3	1,4	-0,1	-	0,2	4,3	0,69	3,03
III	7,9	1,8	0,7	-	1,0	2,2	0,87	2,67
IV	.	.	.	-	.	.	1,02	3,36
2010 Jul	8,2	1,5	0,2	0,5	0,8	1,9	0,85	3,01
Ago	7,8	2,1	1,2	0,8	1,3	2,6	0,90	2,48
Sep	6,2	2,0	1,1	1,0	1,3	2,2	0,88	2,67
Oct	4,9	2,1	0,9	1,3	1,5	2,0	1,00	2,86
Nov	4,6	2,3	1,9	.	2,0	3,2	1,04	3,11
Dic	.	.	.	.	.	.	1,02	3,36

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

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

### 3. Estadísticas del sector exterior

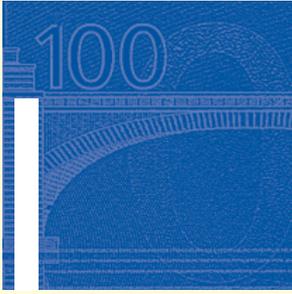
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-21 <sup>5)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-43,7	39,4	15,9	462,4	-16,2	116,4	111,7	110,6	1,3948
2010	.	.	.	.	.	.	104,6	103,0	1,3257
2010 I	-19,3	2,7	-7,9	498,7	-14,7	120,4	108,7	107,0	1,3829
II	-21,3	3,9	21,4	583,3	-12,4	123,6	103,1	101,8	1,2708
III	-14,4	7,0	-3,7	552,2	.	.	102,3	100,9	1,2910
IV	.	.	.	.	.	.	104,4	102,5	1,3583
2010 Jul	4,9	7,6	-17,5	535,6	.	.	102,5	101,1	1,2770
Ago	-10,3	-4,3	0,5	573,2	.	.	102,1	100,6	1,2894
Sep	-9,0	3,7	6,1	552,2	.	.	102,5	100,8	1,3067
Oct	-2,2	6,7	3,7	555,6	.	.	106,1	104,2	1,3898
Nov	.	.	.	597,5	.	.	104,8	102,8	1,3661
Dic	.	.	.	.	.	.	102,6	100,6	1,3220

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

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

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



## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

### I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

#### 1. Activo

	17 diciembre 2010	24 diciembre 2010	31 diciembre 2010	7 enero 2011
<b>Oro y derechos en oro</b>	334.382	334.384	367.402	367.432
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	219.603	220.176	223.995	225.011
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	25.295	25.955	26.941	26.770
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	19.631	19.084	22.592	19.343
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	538.830	513.127	546.747	493.963
Operaciones principales de financiación	187.814	193.470	227.865	195.691
Operaciones de financiación a plazo más largo	349.674	298.217	298.217	298.217
Operaciones temporales de ajuste	0	20.623	20.623	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1.340	804	25	45
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2	14	17	9
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	37.454	42.049	45.654	46.845
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	456.351	459.550	457.427	458.435
Valores mantenidos con fines de política monetaria	133.356	134.484	134.829	134.927
Otros valores	322.995	325.065	322.598	323.508
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	34.969	34.969	34.954	34.954
<b>Otros activos</b>	278.716	276.859	278.719	293.142
<b>Total activo</b>	1.945.232	1.926.154	2.004.432	1.965.895

#### 2. Pasivo

	17 diciembre 2010	24 diciembre 2010	31 diciembre 2010	7 enero 2011
<b>Billetes en circulación</b>	833.830	842.295	839.702	834.831
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	379.217	334.700	378.008	332.504
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	266.704	206.123	212.739	176.862
Facilidad de depósito	40.321	55.371	104.458	80.965
Depósitos a plazo	72.000	72.500	60.784	73.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	192	706	27	1.176
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	2.113	2.528	2.808	2.295
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	78.247	87.656	79.791	89.316
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	43.222	44.692	47.703	43.589
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	1.328	1.651	1.995	2.152
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	13.987	14.381	14.346	14.740
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	53.665	53.665	54.480	54.552
<b>Otros pasivos</b>	164.696	169.657	175.932	181.898
<b>Cuentas de revalorización</b>	296.740	296.740	331.524	331.545
<b>Capital y reservas</b>	78.187	78.188	78.143	78.473
<b>Total pasivo</b>	1.945.232	1.926.154	2.004.432	1.965.895

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2010 29 Sep	166.361	129	166.361	1,00	-	-	-	7
6 Oct	197.049	148	197.049	1,00	-	-	-	7
13	185.984	145	185.984	1,00	-	-	-	7
20	184.030	151	184.030	1,00	-	-	-	7
27	183.439	190	183.439	1,00	-	-	-	7
3 Nov	178.350	144	178.350	1,00	-	-	-	7
10	175.035	146	175.035	1,00	-	-	-	7
17	186.033	177	186.033	1,00	-	-	-	7
24	177.103	165	177.103	1,00	-	-	-	7
1 Dic	179.694	163	179.694	1,00	-	-	-	7
8	197.283	155	197.283	1,00	-	-	-	7
15	187.814	159	187.814	1,00	-	-	-	7
22	193.470	160	193.470	1,00	-	-	-	7
29	227.865	233	227.865	1,00	-	-	-	7
2011 5 Ene	195.691	179	195.691	1,00	-	-	-	7
12	180.081	169	180.081	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2010 14 Jul	49.399	34	49.399	1,00	-	-	-	28
29	23.166	70	23.166	1,00	-	-	-	91
11 Ago	39.148	36	39.148	1,00	-	-	-	28
26	19.083	49	19.083	1,00	-	-	-	91
8 Sep	37.903	27	37.903	1,00	-	-	-	35
30	104.009	182	104.009	1,00	-	-	-	84
13 Oct	52.236	34	52.236	1,00	-	-	-	28
28 <sup>5)</sup>	42.475	132	42.475	-	-	-	-	91
10 Nov	63.618	44	63.618	1,00	-	-	-	28
25 <sup>5)</sup>	38.211	189	38.211	-	-	-	-	91
8 Dic	68.066	56	68.066	1,00	-	-	-	42
23 <sup>5)</sup>	149.466	270	149.466	-	-	-	-	98

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>		Tipo medio ponderado
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 3 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	90.877	61	63.500	-	-	1,00	0,62	0,57	7
9	Captación de depósitos a plazo fijo	148.480	147	148.378	-	-	1,00	0,80	0,78	1
10	Captación de depósitos a plazo fijo	72.702	50	64.000	-	-	1,00	0,80	0,68	7
11	Operación temporal	12.552	23	12.552	1,00	-	-	-	-	6
17	Captación de depósitos a plazo fijo	80.760	61	65.000	-	-	1,00	0,73	0,63	7
24	Captación de depósitos a plazo fijo	91.432	60	66.000	-	-	1,00	0,51	0,45	7
1 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	77.700	52	67.000	-	-	1,00	0,48	0,41	7
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.047	139	147.047	-	-	1,00	0,80	0,79	1
8	Captación de depósitos a plazo fijo	98.343	56	69.000	-	-	1,00	0,72	0,65	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	96.587	57	72.000	-	-	1,00	0,55	0,49	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	81.024	44	72.500	-	-	1,00	0,60	0,42	7
23	Operación temporal	20.623	32	20.623	1,00	-	-	-	-	13
29	Captación de depósitos a plazo fijo	60.784	41	60.784	-	-	1,00	1,00	0,66	7
2011 5 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	92.078	68	73.500	-	-	1,00	0,45	0,38	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	99.490	65	74.000	-	-	1,00	0,45	0,41	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, que se liquidó el 17 de diciembre de 2009, en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses, que se liquidaron el 1 de abril y el 13 de mayo de 2010, y en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses, que se liquidaron el 28 de octubre, 25 de noviembre y 23 de diciembre de 2010, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo realizadas en la vida de la operación.

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

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

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

Pasivos computables en: <sup>1)</sup>	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	
2010 Jun	19.018,2	9.998,7	721,2	2.586,9	1.314,3	4.397,2	
Jul	18.966,5	9.918,6	703,0	2.594,9	1.344,0	4.405,9	
Ago	19.138,1	10.019,3	707,4	2.618,7	1.366,2	4.426,5	
Sep	18.836,5	9.944,2	670,0	2.566,5	1.307,2	4.348,6	
Oct <sup>2)</sup>	18.986,1	9.901,3	658,2	2.632,5	1.399,4	4.394,8	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2010 10 Ago	214,3	215,7	1,4	0,0	1,00
7 Sep	213,9	215,3	1,4	0,0	1,00
12 Oct	211,9	213,1	1,2	0,0	1,00
9 Nov	214,0	215,2	1,2	0,0	1,00
7 Dic	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2011 18 Ene <sup>3)</sup>	210,5				

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>4)</sup>	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>5)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2010 13 Jul	500,9	167,5	573,2	0,3	140,2	230,4	54,4	813,0	126,5	-56,5	214,4	1.257,8
10 Ago	543,4	185,4	432,2	0,1	121,4	96,7	67,5	819,3	95,2	-11,8	215,7	1.131,7
7 Sep	543,2	153,1	435,0	0,6	121,8	83,7	66,9	816,0	86,8	-15,0	215,3	1.115,0
12 Oct	531,3	164,5	392,6	0,7	128,3	68,8	64,8	814,1	96,4	-39,8	213,1	1.096,1
9 Nov	511,3	183,0	340,0	0,8	124,5	41,9	68,8	813,5	92,1	-72,0	215,2	1.070,7
7 Dic	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) En el cálculo de las exigencias de reservas de las entidades de crédito de la zona del euro para el período de mantenimiento que finaliza en enero de 2011 se utiliza la base de reservas de finales de octubre de 2010, por lo que en él se incluyen las bases de reservas de las entidades de crédito de Estonia. En el caso de las cifras relativas a la base de reservas a finales de octubre de 2010, las entidades de crédito radicadas en países de la zona del euro pueden haber decidido deducir de sus propias bases de reservas cualquier pasivo de las entidades situadas en Estonia.

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

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

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



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,5	3,3	39,4	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,7	8,5	321,0
2010 II	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	535,8	425,7	9,7	100,4	-	15,8	670,0	8,6	338,1
III	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	550,3	439,5	9,6	101,2	-	16,7	645,7	8,7	343,8
2010 Jul	3.104,2	1.569,6	18,7	0,9	1.550,0	537,9	428,7	9,6	99,6	-	16,1	620,2	8,6	351,8
Ago	3.101,4	1.529,1	18,7	0,9	1.509,5	544,8	434,2	9,7	100,9	-	16,6	664,0	8,7	338,2
Sep	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	550,3	439,5	9,6	101,2	-	16,7	645,7	8,7	343,8
Oct	3.028,1	1.449,8	18,5	0,9	1.430,4	559,3	448,8	9,7	100,8	-	17,0	643,6	8,7	349,7
Nov <sup>(p)</sup>	3.117,8	1.467,0	18,5	0,9	1.447,5	561,8	451,0	9,7	101,2	-	16,6	688,2	8,7	375,4
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2008	31.830,5	18.050,8	968,3	10.774,8	6.307,7	4.628,1	1.245,4	1.406,4	1.976,3	98,7	1.196,7	4.746,6	211,7	2.897,9
2009	31.144,9	17.702,4	1.001,7	10.783,3	5.917,5	5.060,6	1.483,2	1.497,2	2.080,2	85,1	1.235,1	4.251,7	220,7	2.589,2
2010 II	32.569,1	18.266,2	1.068,0	10.989,4	6.208,8	5.105,5	1.573,8	1.506,1	2.025,6	67,3	1.228,3	4.572,9	221,4	3.107,6
III	32.087,2	17.896,5	1.068,9	10.986,0	5.841,6	5.082,2	1.566,1	1.546,8	1.969,3	62,6	1.244,1	4.385,5	220,0	3.196,3
2010 Jul	32.092,5	18.060,0	1.056,8	10.981,6	6.021,6	5.104,8	1.572,4	1.541,2	1.991,2	64,7	1.229,6	4.428,3	219,6	2.985,5
Ago	32.667,5	18.019,6	1.064,4	10.979,7	5.975,5	5.117,5	1.566,7	1.543,5	2.007,3	64,8	1.241,7	4.571,1	219,4	3.433,4
Sep	32.087,2	17.896,5	1.068,9	10.986,0	5.841,6	5.082,2	1.566,1	1.546,8	1.969,3	62,6	1.244,1	4.385,5	220,0	3.196,3
Oct	31.874,7	17.822,7	1.148,5	10.961,2	5.713,0	5.112,0	1.648,2	1.521,1	1.942,7	61,4	1.252,0	4.334,7	220,7	3.071,2
Nov <sup>(p)</sup>	31.982,5	17.844,6	1.204,0	11.069,5	5.571,2	5.101,8	1.593,3	1.556,1	1.952,3	61,5	1.249,2	4.456,4	221,8	3.047,2

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2008	2.982,9	784,7	1.247,2	68,8	16,6	1.161,7	-	0,1	273,8	378,3	298,9
2009	2.829,9	829,3	1.192,3	102,6	22,1	1.067,6	-	0,1	320,9	140,0	347,4
2010 II	3.390,3	835,4	1.631,0	137,2	21,4	1.472,4	-	0,1	413,5	142,5	367,9
III	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,3	358,5
2010 Jul	3.104,2	844,1	1.370,3	102,8	11,9	1.255,5	-	0,1	396,5	137,2	356,0
Ago	3.101,4	837,5	1.344,7	97,0	8,6	1.239,1	-	0,1	424,6	135,9	358,7
Sep	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,3	358,5
Oct	3.028,1	838,7	1.294,5	100,6	12,6	1.181,3	-	0,0	406,2	130,7	357,9
Nov <sup>(p)</sup>	3.117,8	840,5	1.331,1	98,5	16,5	1.216,2	-	0,0	436,2	139,6	370,4
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2008	31.830,5	-	16.742,2	190,8	9.699,5	6.852,0	825,0	4.838,9	1.767,6	4.401,7	3.255,2
2009	31.144,9	-	16.470,9	144,1	10.044,8	6.282,0	732,6	4.908,5	1.921,2	4.097,7	3.013,9
2010 II	32.569,1	-	17.012,9	167,6	10.300,5	6.544,7	670,9	4.979,5	2.005,3	4.461,0	3.439,7
III	32.087,2	-	16.620,8	176,2	10.339,2	6.105,3	651,8	4.900,4	2.017,9	4.304,8	3.591,5
2010 Jul	32.092,5	-	16.786,1	179,5	10.303,0	6.303,6	659,5	4.927,8	2.010,0	4.350,4	3.358,8
Ago	32.667,5	-	16.751,0	165,2	10.327,0	6.258,8	674,8	4.955,8	2.019,8	4.495,7	3.770,5
Sep	32.087,2	-	16.620,8	176,2	10.339,2	6.105,3	651,8	4.900,4	2.017,9	4.304,8	3.591,5
Oct	31.874,7	-	16.577,6	243,1	10.345,6	5.988,8	636,2	4.855,5	2.027,5	4.325,5	3.452,5
Nov <sup>(p)</sup>	31.982,5	-	16.547,2	262,2	10.457,5	5.827,6	648,1	4.904,2	2.016,9	4.449,5	3.416,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidas por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2008	24.121,3	11.764,3	988,9	10.775,5	2.974,7	1.564,9	1.409,8	784,8	5.231,4	220,3	3.146,0
2009	23.861,8	11.805,0	1.021,1	10.783,9	3.356,2	1.851,5	1.504,6	812,1	4.808,4	229,2	2.850,8
2010 II	25.244,0	12.077,0	1.086,7	10.990,3	3.515,2	1.999,4	1.515,8	783,1	5.242,8	230,0	3.395,8
III	25.183,7	12.074,3	1.087,5	10.986,9	3.562,0	2.005,6	1.556,4	797,7	5.031,2	228,7	3.489,9
2010 Jul	24.958,7	12.058,0	1.075,5	10.982,5	3.551,9	2.001,1	1.550,7	785,0	5.048,5	228,2	3.287,1
Ago	25.599,2	12.063,7	1.083,1	10.980,6	3.554,1	2.001,0	1.553,2	796,0	5.235,1	228,1	3.722,1
Sep	25.183,7	12.074,3	1.087,5	10.986,9	3.562,0	2.005,6	1.556,4	797,7	5.031,2	228,7	3.489,9
Oct	25.140,4	12.129,2	1.167,0	10.962,1	3.627,7	2.097,0	1.530,7	804,7	4.978,2	229,4	3.371,2
Nov <sup>(p)</sup>	25.466,2	12.292,9	1.222,5	11.070,4	3.610,1	2.044,3	1.565,8	815,8	5.144,7	230,5	3.372,2
<b>Operaciones</b>											
2008	1.694,1	598,2	12,8	585,4	499,5	90,0	409,5	-56,4	-73,8	-3,0	730,8
2009	-644,9	20,2	34,4	-14,2	365,1	269,8	95,3	12,6	-465,4	7,8	-586,0
2010 II	510,6	135,9	35,9	100,0	51,9	69,8	-17,9	-2,0	-55,5	2,7	377,6
III	199,0	53,0	1,3	51,8	36,4	-0,2	36,7	10,0	4,5	-1,4	96,5
2010 Jul	-121,6	4,9	-11,0	15,9	29,4	-2,6	32,0	-3,2	-40,6	-1,8	-110,3
Ago	530,6	-1,1	7,3	-8,4	-5,4	-7,6	2,1	12,7	91,9	-0,3	432,8
Sep	-210,0	49,2	5,0	44,3	12,5	9,9	2,6	0,5	-46,7	0,7	-226,0
Oct	-17,8	61,2	79,5	-18,3	69,8	94,5	-24,7	5,1	-33,7	0,7	-120,9
Nov <sup>(p)</sup>	166,6	145,7	54,6	91,1	-1,5	-38,2	36,8	13,8	10,2	1,1	-2,7

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
<b>Saldos vivos</b>										
2008	24.121,3	722,7	259,6	9.716,1	726,3	2.823,3	1.615,1	4.779,9	3.554,0	-75,8
2009	23.861,8	769,9	246,7	10.066,9	647,5	2.752,5	1.802,6	4.237,7	3.361,3	-23,3
2010 II	25.244,0	785,4	304,8	10.321,9	603,6	2.853,6	1.957,7	4.603,5	3.807,6	5,8
III	25.183,7	786,8	265,5	10.349,8	589,2	2.829,9	1.958,3	4.436,1	3.950,0	18,1
2010 Jul	24.958,7	793,9	282,2	10.315,0	594,7	2.837,1	1.945,8	4.487,6	3.714,8	-12,5
Ago	25.599,2	787,9	262,1	10.335,6	610,1	2.847,7	1.982,1	4.631,5	4.129,2	13,0
Sep	25.183,7	786,8	265,5	10.349,8	589,2	2.829,9	1.958,3	4.436,1	3.950,0	18,1
Oct	25.140,4	789,0	343,8	10.358,2	574,7	2.811,9	1.969,4	4.456,3	3.810,4	26,7
Nov <sup>(p)</sup>	25.466,2	790,2	360,6	10.473,9	586,5	2.850,7	2.003,0	4.589,1	3.787,1	25,1
<b>Operaciones</b>										
2008	1.694,1	83,3	106,0	700,9	29,8	-32,7	138,5	91,7	604,7	-28,0
2009	-644,9	45,8	-4,4	289,4	-12,5	-56,4	143,2	-591,1	-505,6	46,6
2010 II	510,6	16,9	37,3	139,7	-28,8	-33,1	46,7	-45,2	354,2	22,8
III	199,0	1,3	-39,5	62,8	-14,6	19,8	20,3	24,8	113,7	10,4
2010 Jul	-121,6	8,4	-22,6	6,3	-8,9	10,7	17,0	-9,9	-104,4	-18,2
Ago	530,6	-6,0	-20,2	18,7	15,3	-4,7	5,7	87,8	408,4	25,5
Sep	-210,0	-1,2	3,4	37,8	-20,9	13,7	-2,4	-53,1	-190,3	3,1
Oct	-17,8	2,2	78,1	7,2	-14,4	-11,3	5,6	48,4	-140,7	7,1
Nov <sup>(p)</sup>	166,6	1,2	16,9	74,7	11,9	4,2	21,5	11,2	26,7	-1,6

Fuente: BCE.

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

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

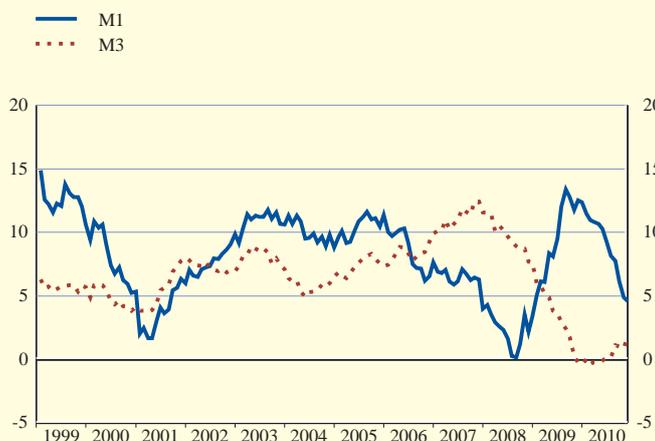
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	3.980,6	4.040,7	8.021,4	1.371,5	9.392,9	-	6.281,8	2.575,5	12.969,6	10.779,9	-	431,8
2009	4.492,3	3.696,0	8.188,3	1.145,9	9.334,2	-	6.757,3	2.898,6	13.091,0	10.782,1	-	550,6
2010 II	4.659,4	3.641,8	8.301,2	1.128,6	9.429,7	-	7.143,8	3.062,4	13.250,9	10.962,8	-	645,2
2010 III	4.684,7	3.696,0	8.380,7	1.120,0	9.500,7	-	7.170,7	3.100,5	13.350,5	10.975,2	-	600,1
2010 Ago	4.736,0	3.671,9	8.407,9	1.115,1	9.522,9	-	7.208,1	3.095,4	13.387,8	11.015,6	-	607,5
Sep	4.684,7	3.696,0	8.380,7	1.120,0	9.500,7	-	7.170,7	3.100,5	13.350,5	10.975,2	-	600,1
Oct	4.688,3	3.715,7	8.404,0	1.065,7	9.469,7	-	7.179,8	3.263,0	13.316,0	10.969,9	-	505,3
Nov <sup>(p)</sup>	4.683,5	3.718,5	8.402,0	1.129,2	9.531,2	-	7.316,6	3.267,3	13.440,0	11.063,6	-	531,2
Operaciones												
2008	130,6	484,8	615,4	47,8	663,2	-	252,4	103,0	926,9	581,1	736,9	-166,4
2009	495,6	-368,3	127,3	-157,8	-30,5	-	421,5	308,3	84,3	-20,5	19,7	125,3
2010 II	75,3	-25,9	49,4	21,7	71,2	-	5,0	82,8	27,5	67,6	73,5	-16,0
2010 III	35,4	66,6	102,0	-13,8	88,2	-	107,5	32,3	146,0	67,4	92,1	-21,0
2010 Ago	44,6	31,2	75,9	11,2	87,0	-	24,3	19,3	79,2	49,3	54,3	4,8
Sep	-44,6	31,1	-13,4	2,4	-11,1	-	27,8	11,0	-1,2	-2,4	2,4	7,6
Oct	5,2	20,6	25,8	-58,1	-32,3	-	10,5	165,4	-29,0	1,2	9,0	-104,0
Nov <sup>(p)</sup>	-10,9	-1,9	-12,8	63,6	50,8	-	59,6	18,0	111,2	76,4	91,7	-8,6
Tasas de crecimiento												
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	7,1	4,2	4,2	7,7	5,7	7,1	-166,4
2009	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,7	11,9	0,6	-0,2	0,2	125,3
2010 II	9,2	-7,0	1,4	-7,7	0,2	0,1	3,9	8,6	0,0	0,4	0,3	39,1
2010 III	6,2	-2,8	2,0	-5,2	1,1	1,0	3,6	7,3	1,1	1,3	1,4	-4,8
2010 Ago	7,8	-4,4	2,1	-5,0	1,2	0,8	3,8	7,6	1,2	1,3	1,4	-25,9
Sep	6,2	-2,8	2,0	-5,2	1,1	1,0	3,6	7,3	1,1	1,3	1,4	-4,8
Oct	4,9	-1,2	2,1	-7,6	0,9	1,3	3,7	12,0	1,2	1,5	1,7	-97,1
Nov <sup>(p)</sup>	4,6	-0,4	2,3	-0,9	1,9	.	4,0	12,7	1,9	2,0	2,4	-92,0

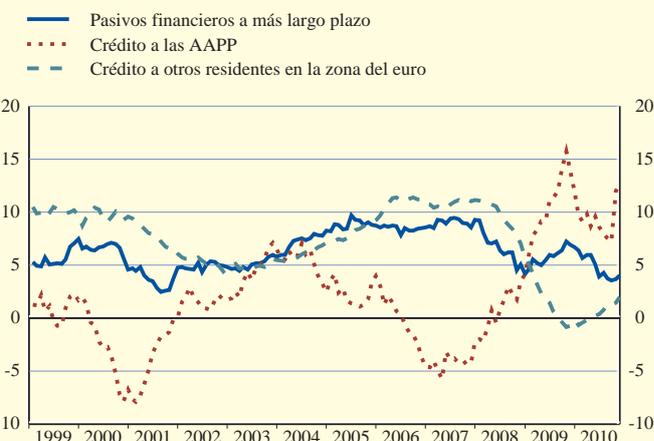
### G1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

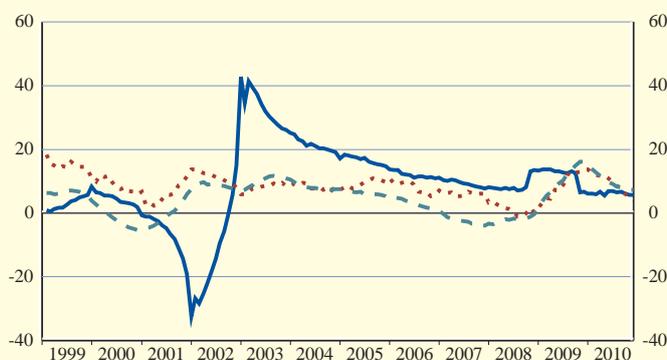
#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008	710,4	3.270,2	2.472,2	1.568,6	350,2	755,2	266,1	2.569,3	121,6	1.987,1	1.603,8
2009	755,1	3.737,2	1.890,6	1.805,4	340,2	673,8	131,9	2.633,0	131,9	2.203,0	1.789,4
2010 II	784,9	3.874,5	1.796,9	1.844,9	401,8	604,0	122,7	2.716,6	128,1	2.340,6	1.958,5
III	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,5	397,6	594,3	128,1	2.700,6	122,4	2.394,5	1.953,2
2010 Ago	791,7	3.944,3	1.794,9	1.876,9	387,8	600,4	126,9	2.710,6	125,2	2.387,1	1.985,2
Sep	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,5	397,6	594,3	128,1	2.700,6	122,4	2.394,5	1.953,2
Oct	790,4	3.897,9	1.812,0	1.903,7	382,9	580,0	102,9	2.706,2	119,7	2.387,2	1.966,7
Nov <sup>(p)</sup>	796,0	3.887,5	1.803,6	1.914,8	432,7	591,1	105,4	2.751,3	118,7	2.445,6	2.001,0
Operaciones											
2008	83,6	47,0	464,3	20,5	47,0	32,9	-32,2	0,7	0,7	114,7	136,2
2009	43,4	452,2	-605,7	237,4	-10,1	-13,3	-134,3	77,9	8,9	193,4	141,3
2010 II	9,6	65,7	-42,5	16,6	60,0	-25,5	-12,8	-36,2	-1,9	-5,8	49,0
III	6,3	29,1	19,9	46,8	-3,9	-9,9	0,1	32,7	-2,4	62,8	14,3
2010 Ago	9,5	35,1	12,1	19,1	-2,5	14,5	-0,8	1,4	0,3	14,2	8,4
Sep	-0,5	-44,1	16,4	14,7	10,1	-6,2	-1,5	24,2	-1,7	15,9	-10,6
Oct	-0,9	6,1	8,3	12,3	-18,9	-14,3	-24,9	12,1	-1,6	-8,0	8,1
Nov <sup>(p)</sup>	5,6	-16,5	-12,9	11,0	49,6	11,3	2,8	10,1	-1,0	28,3	22,2
Tasas de crecimiento											
2008	13,3	1,5	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,7	0,0	0,5	6,1	9,3
2009	6,1	13,8	-24,3	15,1	-2,8	-1,9	-50,2	3,0	7,2	9,7	8,7
2010 II	6,9	9,6	-19,4	9,1	16,7	-13,6	-31,9	1,5	0,6	4,3	7,3
III	6,0	6,2	-12,1	7,9	21,3	-15,3	-16,0	1,4	-3,9	4,1	6,7
2010 Ago	6,7	8,0	-15,0	8,2	24,0	-14,7	-19,4	0,5	-1,8	4,9	7,7
Sep	6,0	6,2	-12,1	7,9	21,3	-15,3	-16,0	1,4	-3,9	4,1	6,7
Oct	5,8	4,7	-8,8	7,3	22,9	-16,9	-27,6	1,9	-6,0	3,8	6,9
Nov <sup>(p)</sup>	5,7	4,4	-7,5	7,3	36,6	-13,4	-23,6	1,8	-6,2	4,7	7,2

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>	Sociedades no financieras			Hogares <sup>4)</sup>				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2008	104,9	971,7	4.821,3	1.381,1	960,9	2.479,3	4.882,0	632,4	3.483,0	766,6
2009	90,0	1.058,5	4.684,9	1.185,4	936,8	2.562,7	4.948,7	631,4	3.543,3	774,1
2010 II	86,2	1.096,5	4.692,0	1.138,7	921,7	2.631,6	5.088,2	645,4	3.631,9	810,9
III	92,5	1.073,7	4.700,4	1.136,1	924,6	2.639,7	5.108,5	640,4	3.653,2	814,9
2010 Ago	96,0	1.129,2	4.683,6	1.129,1	915,9	2.638,6	5.106,8	643,7	3.650,0	813,1
Sep	92,5	1.073,7	4.700,4	1.136,1	924,6	2.639,7	5.108,5	640,4	3.653,2	814,9
Oct	93,1	1.068,0	4.685,0	1.129,9	917,0	2.638,1	5.123,8	639,0	3.671,4	813,4
Nov <sup>(p)</sup>	97,7	1.125,7	4.700,8	1.136,5	910,7	2.653,7	5.139,3	642,5	3.677,3	819,5
<b>Operaciones</b>										
2008	-3,7	86,9	418,3	86,8	119,6	211,8	79,6	10,4	52,2	16,9
2009	-13,6	35,9	-107,5	-181,2	-19,0	92,8	64,7	-1,2	51,3	14,6
2010 II	-0,4	34,1	-2,4	-28,3	2,2	23,8	36,3	0,4	32,0	3,9
III	6,5	19,4	18,6	5,2	2,6	10,8	22,9	-2,6	20,9	4,6
2010 Ago	4,6	15,0	16,7	5,8	1,7	9,2	13,0	1,4	7,8	3,8
Sep	-3,3	-22,5	17,6	11,1	5,9	0,6	5,7	-1,8	6,0	1,5
Oct	0,6	-2,6	-9,6	-4,3	-5,9	0,6	12,8	-0,8	14,8	-1,3
Nov <sup>(p)</sup>	4,5	51,3	10,7	5,3	-4,6	9,9	9,9	2,8	1,0	6,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2008	-3,5	10,0	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-0,2	1,5	1,9
2010 II	-12,7	-0,3	-1,7	-9,9	-4,0	3,3	2,8	-0,3	3,3	2,8
III	0,0	2,8	-0,6	-6,4	-2,0	2,7	2,8	-0,9	3,4	2,9
2010 Ago	6,4	4,8	-1,2	-8,2	-3,3	2,9	2,9	-0,5	3,4	3,1
Sep	0,0	2,8	-0,6	-6,4	-2,0	2,7	2,8	-0,9	3,4	2,9
Oct	5,2	3,6	-0,5	-5,6	-2,1	2,5	2,9	-0,8	3,6	2,6
Nov <sup>(p)</sup>	14,2	7,1	-0,1	-4,3	-1,9	2,5	2,7	-0,4	3,4	2,3

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2009	80,3	57,4	7,0	15,9	1.051,6	592,9	185,8	272,9	4.691,3	1.181,3	937,2	2.572,8
2010 II	90,4	68,9	5,7	15,8	1.107,0	590,3	216,9	299,9	4.700,2	1.150,8	921,6	2.627,9
III	93,6	73,4	5,8	14,5	1.086,9	585,7	201,2	299,9	4.690,2	1.133,5	922,4	2.634,4
2010 Sep	93,6	73,4	5,8	14,5	1.086,9	585,7	201,2	299,9	4.690,2	1.133,5	922,4	2.634,4
Oct	94,3	73,5	5,8	15,0	1.062,6	559,9	199,9	302,8	4.675,1	1.124,4	916,3	2.634,4
Nov <sup>(p)</sup>	96,8	76,4	5,9	14,5	1.126,3	616,0	202,2	308,1	4.699,6	1.137,7	909,4	2.652,5
<b>Operaciones</b>												
2009	-11,9	-11,8	0,9	-0,9	39,3	24,5	7,5	7,4	-106,8	-181,1	-18,8	93,1
2010 II	4,3	4,6	-0,2	-0,1	37,0	25,8	7,4	3,8	9,4	-12,9	0,9	21,5
III	3,4	4,6	0,2	-1,4	22,0	5,6	2,4	14,0	0,2	-9,6	0,5	9,2
2010 Sep	-2,4	-1,7	0,8	-1,6	13,0	10,3	4,9	-2,2	19,9	16,8	5,3	-2,2
Oct	0,7	0,1	0,0	0,6	-21,0	-23,4	-0,5	2,8	-9,3	-7,2	-4,4	2,3
Nov <sup>(p)</sup>	2,4	2,8	0,1	-0,5	57,3	52,3	1,5	3,5	19,4	12,1	-5,0	12,4
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2009	-13,0	-17,1	14,2	-4,7	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,2	-2,0	3,7
2010 II	-12,4	-13,9	-28,4	3,9	-0,1	-1,6	-2,8	5,3	-1,7	-9,9	-3,9	3,3
III	0,3	3,9	-25,2	-3,5	2,7	1,6	-1,1	7,6	-0,6	-6,4	-2,0	2,7
2010 Sep	0,3	3,9	-25,2	-3,5	2,7	1,6	-1,1	7,6	-0,6	-6,4	-2,0	2,7
Oct	5,3	11,4	-27,6	-3,6	3,5	2,1	-0,5	8,3	-0,5	-5,6	-2,1	2,5
Nov <sup>(p)</sup>	13,6	22,7	-24,5	-4,5	7,0	7,6	1,9	9,4	-0,1	-4,3	-1,9	2,5

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2009	4.960,1	633,4	135,9	195,1	302,4	3.551,7	15,0	60,8	3.475,9	775,0	146,8	87,7	540,5
2010 II	5.091,6	648,8	148,0	192,2	308,6	3.626,8	14,1	56,4	3.556,4	816,0	150,4	86,6	578,9
III	5.115,3	642,3	143,9	188,4	310,0	3.657,4	14,7	58,8	3.583,9	815,6	145,3	87,0	583,3
2010 Sep	5.115,3	642,3	143,9	188,4	310,0	3.657,4	14,7	58,8	3.583,9	815,6	145,3	87,0	583,3
Oct	5.129,2	641,5	143,8	188,0	309,7	3.675,3	14,6	59,0	3.601,6	812,4	142,5	86,2	583,7
Nov <sup>(p)</sup>	5.146,7	642,6	144,8	187,9	309,9	3.681,5	14,7	57,6	3.609,1	822,7	150,3	86,1	586,2
<b>Operaciones</b>													
2009	65,2	-1,2	-1,4	-4,3	4,6	51,6	-2,6	-8,2	62,4	14,7	-7,3	-0,8	22,8
2010 II	49,1	5,9	1,7	-0,6	4,8	32,6	-0,7	-2,4	35,7	10,5	-4,3	-2,1	17,0
III	26,2	-4,0	-3,4	-3,4	2,7	30,0	0,2	2,4	27,4	0,2	-4,9	-0,4	5,5
2010 Sep	13,7	-0,4	-1,4	-2,3	3,3	10,3	-0,1	1,5	8,9	3,8	1,7	-0,2	2,3
Oct	11,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	14,5	-0,1	0,3	14,4	-2,9	-2,6	-0,7	0,4
Nov <sup>(p)</sup>	12,0	0,5	1,1	-0,6	-0,1	1,3	0,1	0,3	0,9	10,2	7,5	0,3	2,3
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2009	1,3	-0,2	-1,0	-2,2	1,5	1,5	-14,9	-12,0	1,8	1,9	-4,7	-0,9	4,4
2010 II	2,8	-0,3	-2,2	-2,1	1,7	3,3	-11,2	-11,6	3,7	2,8	-7,5	-2,6	6,7
III	2,8	-0,9	-2,7	-3,7	1,8	3,4	-7,0	-5,1	3,6	3,0	-7,4	-2,9	6,8
2010 Sep	2,8	-0,9	-2,7	-3,7	1,8	3,4	-7,0	-5,1	3,6	3,0	-7,4	-2,9	6,8
Oct	2,9	-0,8	-1,8	-3,8	1,6	3,6	-7,1	-4,2	3,8	2,6	-7,5	-3,6	6,4
Nov <sup>(p)</sup>	2,7	-0,4	-0,9	-4,0	2,1	3,4	-6,0	-4,0	3,6	2,3	-5,9	-3,2	5,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2007	954,4	213,2	217,3	494,5	29,4	3.295,5	2.341,6	953,8	59,6	894,2
2008	968,3	227,0	209,8	509,3	22,2	3.242,4	2.278,8	963,6	57,5	906,1
2009 IV	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,1	860,7
2010 I	1.032,6	242,3	209,0	539,0	42,2	2.949,9	1.985,1	964,8	46,8	918,0
II	1.068,0	250,2	225,0	547,9	44,8	3.074,8	2.074,6	1.000,2	50,3	949,8
III <sup>(p)</sup>	1.068,9	257,1	223,2	544,2	44,5	2.950,6	1.995,6	955,1	51,8	903,2
<b>Operaciones</b>										
2007	-7,9	-4,4	-13,0	5,9	3,6	540,1	381,3	158,9	0,3	158,7
2008	13,7	12,5	-8,1	16,5	-7,2	-59,8	-86,0	26,1	0,3	25,8
2009 IV	10,4	-6,0	0,4	12,8	3,1	-3,8	11,4	-15,2	-1,4	-13,8
2010 I	30,4	12,6	-0,8	10,1	8,5	53,9	24,1	29,6	-0,6	30,2
II	36,7	9,2	15,9	9,0	2,6	-20,9	0,9	-22,7	-1,3	-21,4
III <sup>(p)</sup>	1,5	7,7	-1,9	-3,8	-0,3	-11,2	-13,7	2,5	4,3	-1,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007	-1,2	-4,2	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 IV	3,7	1,0	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,1	-3,0	-4,2
2010 I	6,6	4,0	1,8	5,8	101,2	-3,2	-5,4	1,7	-4,7	2,1
II	7,4	1,0	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,7	-1,4	-5,4	-1,2
III <sup>(p)</sup>	8,0	10,0	6,5	5,4	45,1	0,9	1,2	-0,6	1,4	-0,7

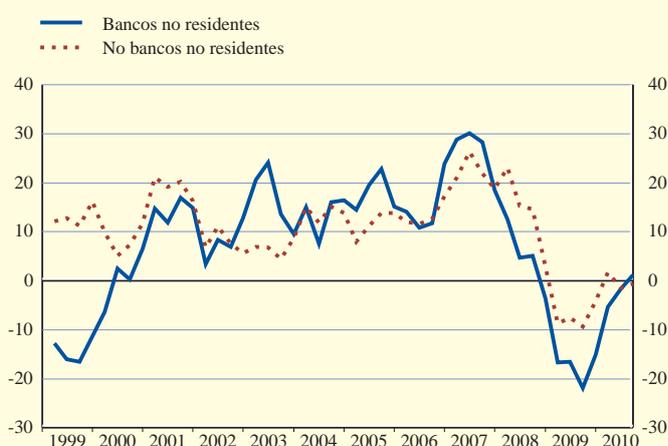
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

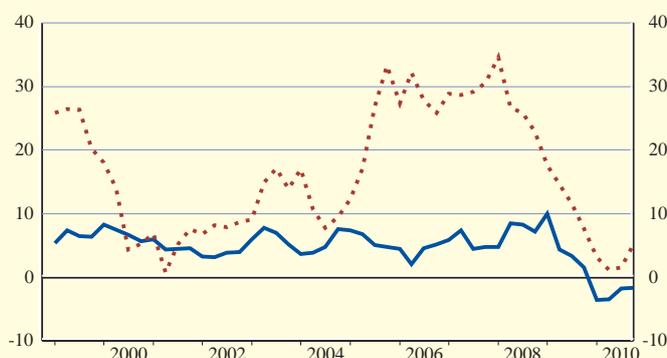
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2008	761,4	84,3	114,2	537,2	1,1	1,5	23,1	1.802,4	319,9	420,4	852,9	12,3	0,1	197,0
2009	738,6	84,1	86,9	543,8	2,2	1,4	20,2	1.872,5	313,1	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9
2010 II	740,7	95,5	84,6	536,2	2,3	0,3	21,8	2.074,5	367,9	297,7	1.059,7	9,4	0,2	339,6
III	734,3	89,4	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.100,1	373,6	300,7	1.076,2	9,0	0,7	339,9
2010 Ago	737,8	90,5	92,0	533,6	2,4	0,3	19,0	2.088,6	365,1	304,5	1.087,0	8,9	0,8	322,3
Sep	734,3	89,4	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.100,1	373,6	300,7	1.076,2	9,0	0,7	339,9
Oct	729,0	89,4	85,6	529,8	2,5	0,3	21,4	2.083,2	367,5	318,1	1.070,0	9,0	0,6	317,9
Nov <sup>4)</sup>	719,1	89,4	79,5	527,6	2,5	0,3	19,9	2.210,4	385,0	316,3	1.132,8	8,6	0,5	367,2
<b>Operaciones</b>														
2008	69,2	12,4	42,8	12,2	-0,3	0,1	2,2	268,8	4,4	71,8	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009	-26,9	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,8	56,8	6,8	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0
2010 II	0,9	4,7	-0,2	-7,2	-0,2	2,2	1,5	72,3	33,9	-21,5	-0,7	-8,0	0,1	68,6
III	-5,6	-5,8	5,0	-6,7	0,3	3,3	-1,7	48,6	9,5	10,3	28,3	-0,5	0,5	0,6
2010 Ago	-1,8	-4,5	4,1	-2,9	0,0	1,1	0,4	14,3	4,0	3,3	5,3	-0,4	0,5	1,6
Sep	-2,8	-0,8	-2,3	-2,0	0,2	1,1	1,1	26,5	11,0	-0,9	-1,5	0,1	0,0	17,9
Oct	-5,4	0,0	-3,5	-4,3	-0,1	1,1	1,3	-19,1	-5,1	17,8	-5,7	0,0	-0,1	-26,1
Nov <sup>4)</sup>	-10,5	-0,3	-6,4	-2,2	0,0	0,0	-1,5	92,4	15,1	-3,5	32,3	-0,4	-0,1	49,1
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2008	10,0	17,3	59,9	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,0	20,0	-2,4	-	34,6
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 II	-1,7	7,0	-7,8	-3,2	33,3	-	14,3	1,6	6,8	-16,6	-1,5	-36,4	-	33,0
III	-1,7	2,9	2,9	-4,4	36,0	-	4,6	5,2	17,4	-13,3	0,8	-41,0	-	34,1
2010 Ago	-2,0	-0,6	4,2	-4,1	30,4	-	1,3	6,2	20,2	-15,3	1,7	-41,8	-	42,8
Sep	-1,7	2,9	2,9	-4,4	36,0	-	4,6	5,2	17,4	-13,3	0,8	-41,0	-	34,1
Oct	-2,7	-3,8	-1,2	-4,7	26,3	-	16,7	5,4	14,3	-8,8	1,3	-46,1	-	34,1
Nov <sup>4)</sup>	-3,1	0,5	-2,9	-4,7	23,7	-	-7,9	9,6	16,3	-8,6	4,4	-49,6	-	52,2

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

(tasas de crecimiento interanual)

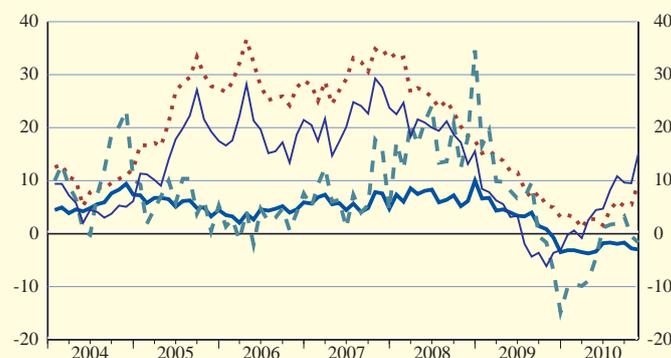
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

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

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

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

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2008	1.502,6	883,3	502,0	64,4	27,9	1,3	23,7	5.379,2	1.814,5	1.358,2	519,0	1.490,2	113,6	83,7
2009	1.603,1	1.001,1	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,8	2.157,0	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010 II	1.581,4	1.002,4	410,5	82,2	71,7	2,1	12,5	5.658,9	2.228,4	906,3	644,0	1.732,9	116,9	30,5
2010 III	1.608,9	998,6	434,8	87,0	74,7	2,1	11,8	5.650,7	2.202,3	897,7	652,2	1.756,4	110,7	31,4
2010 Ago	1.600,1	995,5	431,3	84,4	74,9	2,1	11,9	5.658,7	2.208,8	901,3	650,5	1.753,2	113,0	31,9
2010 Sep	1.608,9	998,6	434,8	87,0	74,7	2,1	11,8	5.650,7	2.202,3	897,7	652,2	1.756,4	110,7	31,4
2010 Oct	1.621,3	996,6	450,1	87,1	74,2	2,0	11,3	5.673,1	2.218,4	898,6	655,3	1.760,6	109,4	30,9
2010 Nov <sup>(p)</sup>	1.627,7	998,5	449,6	87,0	76,7	2,0	14,0	5.659,2	2.201,9	898,3	656,1	1.762,7	110,1	30,0
<b>Operaciones</b>														
2008	8,0	-5,1	13,5	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	336,2	-43,8	28,1	1,7	-3,4
2009	93,0	114,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,8	320,6	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010 II	3,7	19,2	-17,1	-0,5	2,0	0,3	-0,1	49,1	62,9	-30,3	11,9	16,3	-6,0	-5,6
2010 III	34,7	0,3	27,2	5,0	2,9	0,0	-0,7	-4,9	-24,7	-6,9	8,3	23,7	-6,2	0,9
2010 Ago	18,8	4,7	11,3	0,4	2,2	0,0	0,3	-16,2	-30,1	0,7	3,4	11,1	-1,7	0,4
2010 Sep	14,0	6,0	5,7	2,7	-0,3	0,0	-0,1	-5,5	-5,5	-2,3	1,8	3,3	-2,3	-0,5
2010 Oct	13,1	-1,4	15,3	0,2	-0,5	0,0	-0,5	22,8	16,3	1,1	3,1	4,2	-1,3	-0,5
2010 Nov <sup>(p)</sup>	2,9	-0,6	-2,0	0,5	2,5	0,0	2,7	-15,9	-17,4	-1,3	0,8	2,1	0,7	-0,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2008	0,5	-0,6	2,9	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,0	-7,8	1,9	1,5	-3,9
2009	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010 II	4,1	9,2	-11,2	14,5	50,5	42,9	-36,2	2,5	10,4	-24,5	20,1	8,3	-2,2	-40,1
2010 III	4,0	5,1	-2,4	12,0	33,7	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,7	-27,2
2010 Ago	4,5	7,1	-5,1	11,2	39,7	43,1	-28,0	2,5	8,3	-20,6	17,7	7,7	-6,9	-33,7
2010 Sep	4,0	5,1	-2,4	12,0	33,7	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,7	-27,2
2010 Oct	4,1	3,6	1,4	11,3	29,0	35,2	-25,3	2,7	6,1	-14,6	14,2	7,1	-12,6	-22,5
2010 Nov <sup>(p)</sup>	4,1	2,6	2,5	10,4	30,9	31,4	-5,8	2,4	4,5	-12,3	12,2	7,1	-12,6	-22,0

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

(tasas de crecimiento interanual)

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



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

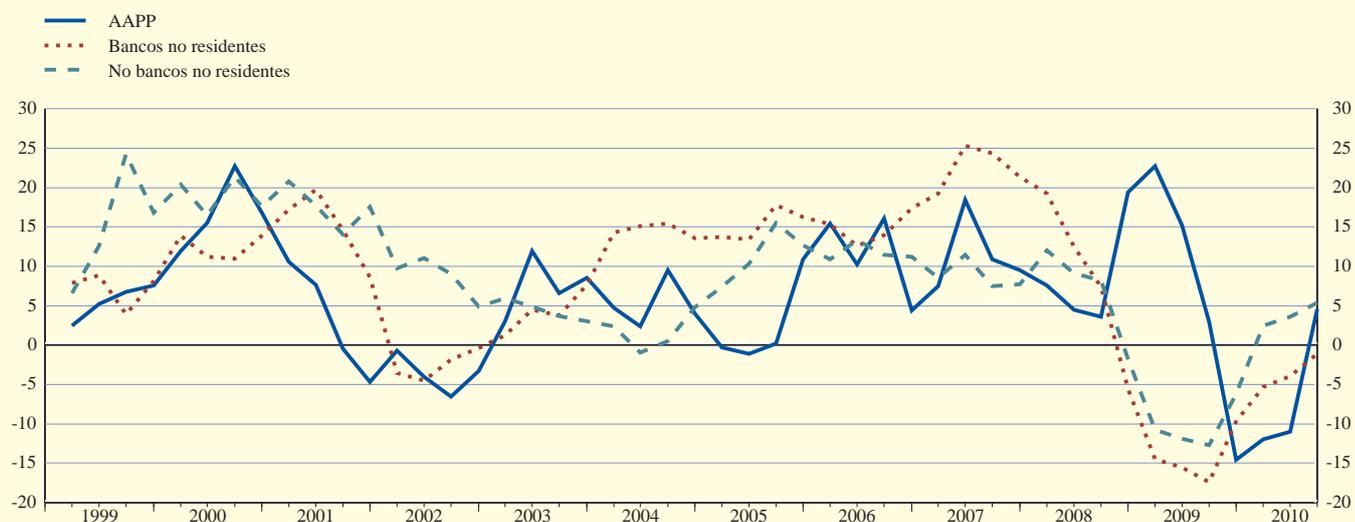
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	373,5	126,8	58,8	107,7	80,2	3.859,7	2.952,0	907,7	143,1	764,6
2008	444,7	190,8	52,1	116,1	85,8	3.713,3	2.816,2	897,1	65,6	831,5
2009 IV	372,9	144,1	43,4	114,3	71,1	3.368,7	2.532,7	836,0	56,7	779,3
2010 I	397,6	166,2	50,4	108,4	72,6	3.543,7	2.639,0	904,7	66,8	837,9
II	412,7	167,6	54,5	113,8	76,8	3.700,0	2.697,1	1.003,0	46,7	956,2
III <sup>q)</sup>	421,5	176,2	58,7	112,0	74,5	3.577,0	2.600,1	976,9	47,7	929,2
Operaciones										
2008	72,7	63,4	-6,5	8,7	7,1	-183,3	-165,8	-17,5	-36,8	19,3
2009	-64,8	-38,1	-8,7	-2,5	-15,5	-331,2	-275,4	-55,8	-4,5	-51,3
2009 IV	-30,1	-12,8	-7,7	-8,8	-0,9	-80,1	-55,9	-24,2	-2,7	-21,5
2010 I	24,6	22,1	7,0	-5,9	1,4	95,3	49,6	45,7	9,1	36,6
II	14,7	1,3	4,0	5,1	4,2	-9,6	-26,6	17,0	-2,3	19,3
III <sup>q)</sup>	9,3	8,5	4,3	-1,7	-1,8	14,1	4,9	8,9	3,0	5,9
Tasas de crecimiento										
2007	9,5	-2,4	29,9	10,6	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,4	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,4	-5,6	-1,7	-25,6	2,7
2009 IV	-14,6	-19,9	-16,7	-2,1	-18,0	-8,8	-9,8	-6,2	-7,0	-6,2
2010 I	-12,0	-17,2	-0,1	-5,4	-13,3	-3,5	-5,3	2,4	12,0	1,7
II	-11,0	-20,6	11,5	-4,7	-6,0	-2,0	-4,0	3,6	7,0	3,3
III <sup>q)</sup>	4,6	12,3	14,9	-9,2	4,1	0,6	-1,1	5,4	14,2	4,9

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

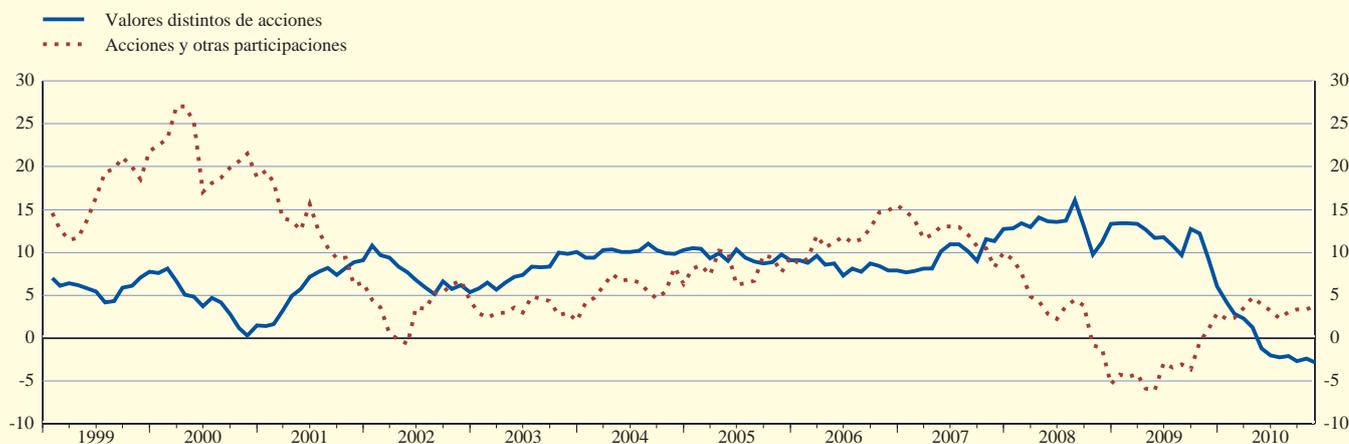
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2008	5.854,5	1.884,0	92,3	1.226,1	19,3	1.355,3	51,2	1.226,5	1.472,8	421,8	775,0	276,1
2009	6.207,7	1.971,1	109,1	1.467,2	16,0	1.457,8	39,4	1.147,1	1.515,3	434,6	800,5	280,2
2010 II	6.305,2	1.908,4	117,2	1.555,3	18,5	1.477,6	28,5	1.199,7	1.523,4	456,1	772,2	295,1
III	6.223,2	1.863,9	105,5	1.548,4	17,7	1.516,6	30,2	1.141,0	1.534,7	458,3	785,8	290,6
2010 Ago	6.314,5	1.890,1	117,1	1.549,3	17,5	1.516,8	26,6	1.197,0	1.529,7	457,3	784,4	288,0
Sep	6.223,2	1.863,9	105,5	1.548,4	17,7	1.516,6	30,2	1.141,0	1.534,7	458,3	785,8	290,6
Oct	6.205,5	1.834,3	108,4	1.633,3	14,9	1.493,9	27,2	1.093,5	1.547,6	459,4	792,5	295,7
Nov <sup>(p)</sup>	6.191,2	1.836,6	115,7	1.576,2	17,1	1.528,7	27,5	1.089,5	1.552,1	445,2	804,0	302,9
<b>Operaciones</b>												
2008	695,6	213,8	5,8	38,3	1,9	389,8	19,0	26,9	-85,2	22,4	-56,9	-50,8
2009	354,4	83,5	16,6	230,6	-3,2	103,3	-12,0	-64,4	43,2	29,1	11,8	2,3
2010 II	-95,9	-54,2	-6,9	18,6	-0,4	-4,5	-14,8	-33,8	15,9	10,7	-2,0	7,2
III	-21,1	-46,4	-0,6	-13,4	0,0	31,5	5,2	2,6	9,6	2,1	9,5	-2,0
2010 Ago	17,0	1,4	10,3	-11,8	-0,3	2,5	-0,4	15,4	14,6	3,7	12,1	-1,3
Sep	-39,0	-23,7	-4,4	1,9	1,2	-2,7	5,2	-16,5	3,6	0,2	0,6	2,8
Oct	-5,1	-29,2	4,1	87,1	-2,6	-22,1	-2,7	-39,9	6,5	1,3	5,1	0,1
Nov <sup>(p)</sup>	-38,9	3,5	1,9	-47,8	1,5	37,9	-1,1	-34,8	21,5	1,5	13,7	6,3
<b>Tasa de crecimiento</b>												
2008	13,4	12,8	8,0	3,2	9,9	39,9	57,3	2,2	-5,3	5,3	-6,8	-15,4
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010 II	-2,0	-4,8	-2,6	6,8	-23,0	-1,0	-49,7	-6,8	3,2	8,1	-0,8	7,2
III	-2,6	-6,9	-2,5	3,5	-15,5	1,5	-39,5	-6,6	3,3	6,3	0,4	7,1
2010 Ago	-2,1	-6,6	1,2	5,2	-18,5	1,6	-49,6	-5,8	3,1	6,3	1,2	3,3
Sep	-2,6	-6,9	-2,5	3,5	-15,5	1,5	-39,5	-6,6	3,3	6,3	0,4	7,1
Oct	-2,4	-7,3	1,2	8,3	-25,0	0,2	-40,4	-9,0	3,4	6,2	0,7	6,6
Nov <sup>(p)</sup>	-2,8	-7,1	1,6	5,0	-9,4	2,6	-42,6	-11,1	3,8	5,9	0,8	9,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009	-7,5	-1,8	-2,3	-3,4	-4,0	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2010 I	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-1,1	0,0	0,0	-1,1	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
II	-1,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,0	0,0	-1,0	-1,9	-0,3	-0,4	-1,3
III	-1,9	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,1	-0,2	-0,8
2010 Jul	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3
Ago	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,3
Sep	-1,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
Oct	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5
Nov <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-0,2	-0,6

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	A más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,1	-3,4	-1,7
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,9	-2,6	-4,2
2010 I	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
II	-17,8	-5,5	-6,4	-6,0	-0,9	-0,4	-0,5
III	-10,3	-4,0	-2,8	-3,6	-0,4	-0,3	-0,2
2010 Jul	-3,5	-2,1	-0,4	-1,0	-0,2	-0,3	0,1
Ago	-2,7	-0,9	-0,9	-1,0	0,0	0,0	0,0
Sep	-4,1	-1,1	-1,4	-1,6	-0,2	0,1	-0,3
Oct	-1,9	-0,4	-0,8	-0,6	-0,1	0,0	-0,2
Nov <sup>(p)</sup>	-6,7	-2,4	-2,7	-1,7	-0,6	0,1	-0,7

**3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM**

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-60,4	-12,0	0,0	4,5	0,0	-19,0	-2,2	-31,7	-63,6	-9,2	-46,2	-8,2
2009	4,4	8,2	0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,8	-3,0	1,0	-5,9	3,4	3,5
2010 I	14,3	3,2	0,3	4,5	0,1	2,4	0,1	3,7	0,5	-1,0	-0,2	1,7
II	-12,4	-2,4	0,4	-8,9	0,5	-4,3	0,0	2,3	-14,6	-3,3	-7,3	-4,0
III	19,5	4,0	-0,1	6,5	0,3	5,7	-1,3	4,4	2,0	0,1	4,4	-2,4
2010 Jul	12,3	2,1	0,2	3,8	0,0	4,1	0,1	2,1	3,3	1,6	4,7	-3,0
Ago	9,8	2,3	-0,4	5,8	0,5	1,1	-1,4	2,0	-2,7	-2,2	-1,2	0,7
Sep	-2,6	-0,4	0,1	-3,0	-0,1	0,5	0,0	0,3	1,5	0,7	0,9	-0,2
Oct	-2,0	-0,3	0,1	-2,2	0,0	-0,6	0,0	0,9	1,9	-0,6	2,4	0,1
Nov <sup>(p)</sup>	-14,5	-1,6	-0,1	-9,3	-0,1	-3,2	0,1	-0,3	-2,6	-1,3	-2,2	1,0

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>De residentes en la zona del euro</b>														
2007	6.083,9	92,0	8,0	4,8	0,4	1,2	1,0	9.063,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.852,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,3	0,8	9.890,2	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 IV	6.282,0	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.188,9	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 I	6.222,1	93,0	7,0	4,1	0,3	1,2	0,8	10.201,5	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
II	6.544,7	92,4	7,6	4,5	0,3	1,2	0,9	10.468,1	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
III <sup>(p)</sup>	6.105,3	92,5	7,5	4,5	0,3	1,2	0,8	10.515,4	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
<b>De no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.952,0	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	907,7	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008	2.816,2	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,1	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 IV	2.532,7	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,0	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010 I	2.639,0	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	904,7	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1
II	2.697,1	52,9	47,1	30,8	2,1	1,6	9,5	1.003,0	55,2	44,8	31,7	1,1	1,4	6,5
III <sup>(p)</sup>	2.600,1	51,4	48,6	32,4	2,3	1,6	9,2	976,9	57,0	43,0	30,5	1,2	1,3	5,8

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	
2007	4.925,0	81,5	18,5	9,2	1,7	1,8	3,4
2008	5.101,8	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 IV	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010 I	5.284,2	82,5	17,5	9,5	1,6	1,8	2,5
II	5.244,3	81,6	18,4	10,0	1,8	2,0	2,5
III <sup>(p)</sup>	5.143,1	82,3	17,7	9,4	1,7	2,0	2,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2007	5.792,5	-	-	-	-	-	11.102,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
2008	6.307,7	-	-	-	-	-	11.743,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,1	0,4	
2009 IV	5.917,5	-	-	-	-	-	11.784,9	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 I	5.916,7	-	-	-	-	-	11.832,5	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4	
II	6.208,8	-	-	-	-	-	12.057,3	95,8	4,2	2,2	0,3	1,0	0,4	
III <sup>4)</sup>	5.841,6	-	-	-	-	-	12.054,9	96,0	4,0	2,0	0,2	1,1	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.341,6	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	953,8	40,8	59,2	41,3	1,2	3,7	8,3
2008	2.278,8	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	963,6	40,4	59,6	42,0	1,4	4,3	7,5
2009 IV	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010 I	1.985,1	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	964,8	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5
II	2.074,6	46,5	53,5	29,8	2,8	3,0	12,0	1.000,2	39,2	60,8	43,3	1,4	3,4	7,7
III <sup>4)</sup>	1.995,6	45,9	54,1	29,6	3,3	3,0	12,0	955,1	40,5	59,5	41,7	1,4	3,6	7,3

**4. Valores distintos de acciones**

	Emitidos por IFM <sup>3)</sup>							Emitidos por no IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2007	1.739,8	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.209,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	1.976,3	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 IV	2.080,2	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,4	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 I	2.092,7	94,6	5,4	3,2	0,2	0,3	1,4	3.033,9	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
II	2.025,6	94,2	5,8	3,5	0,2	0,3	1,5	3.079,9	98,5	1,5	0,8	0,2	0,1	0,4
III <sup>4)</sup>	1.969,3	94,6	5,4	3,0	0,2	0,3	1,6	3.112,9	98,5	1,5	0,9	0,2	0,1	0,4
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2007	582,0	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	651,6	35,8	64,2	39,3	4,5	0,8	12,6
2008	580,3	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,2	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,1
2009 IV	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,5	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 I	561,8	55,3	44,7	28,0	0,4	0,5	14,8	611,4	32,9	67,1	39,9	4,2	0,9	14,9
II	558,9	53,4	46,6	27,4	0,5	0,9	15,2	640,7	28,8	71,2	43,7	4,6	0,6	15,1
III <sup>4)</sup>	535,2	52,3	47,7	27,7	0,4	0,9	16,1	605,8	29,8	70,2	42,5	4,6	0,6	15,0

Fuente: BCE.

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

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

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2010 Abr	5.902,5	367,0	2.235,4	1.822,6	793,8	239,8	443,9
May	5.864,4	378,6	2.265,0	1.751,4	785,9	240,9	442,6
Jun	5.845,6	384,7	2.271,0	1.718,7	791,7	243,4	435,9
Jul	5.933,4	382,0	2.288,0	1.753,5	797,7	247,7	464,5
Ago	6.029,9	379,5	2.359,3	1.741,6	806,8	249,8	493,0
Sep	6.078,7	376,0	2.336,0	1.793,0	823,0	245,7	505,0
Oct <sup>(p)</sup>	6.147,0	375,3	2.332,1	1.835,1	832,2	246,8	525,5
Operaciones							
2010 I	190,6	-3,7	69,2	34,9	31,1	21,1	38,1
II	6,3	26,4	6,4	-30,7	8,8	1,1	-5,8
III	131,3	-13,3	60,5	12,7	16,8	-1,0	55,6

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
					Fondos de inversión		
1	2	3	4	5	6	7	
Saldos vivos							
2010 Abr	5.902,5	124,0	5.390,3	4.270,4	597,7	1.119,9	388,2
May	5.864,4	125,5	5.332,0	4.210,5	584,4	1.121,5	406,9
Jun	5.845,6	125,9	5.320,2	4.182,1	585,3	1.138,0	399,5
Jul	5.933,4	124,6	5.394,8	4.250,4	595,6	1.144,4	414,0
Ago	6.029,9	125,4	5.463,4	4.290,5	602,4	1.172,9	441,2
Sep	6.078,7	126,4	5.504,1	4.326,9	624,8	1.177,2	448,1
Oct <sup>(p)</sup>	6.147,0	127,2	5.566,2	4.367,7	636,0	1.198,5	453,6
Operaciones							
2010 I	190,6	5,2	141,6	92,7	26,0	48,9	43,9
II	6,3	10,2	26,0	3,1	1,0	22,9	-29,9
III	131,3	-5,1	72,8	33,3	21,4	39,5	63,7

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

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
Saldos vivos										
2010 Mar	5.331,7	1.700,2	1.565,8	1.281,2	257,6	100,4	426,5	5.251,9	79,8	1.175,1
Abr	5.390,3	1.725,4	1.579,9	1.293,8	258,2	102,5	430,4	5.309,3	81,0	1.182,8
May	5.332,0	1.741,3	1.510,3	1.289,3	256,8	107,5	426,7	5.248,9	83,1	1.190,4
Jun	5.320,2	1.750,3	1.486,8	1.291,4	253,3	107,4	431,0	5.236,3	83,9	1.167,0
Jul	5.394,8	1.766,8	1.521,3	1.307,9	258,6	104,4	435,8	5.310,9	83,9	1.142,7
Ago	5.463,4	1.821,6	1.510,4	1.332,1	258,8	104,8	435,6	5.379,4	83,9	1.179,8
Sep	5.504,1	1.809,3	1.552,7	1.343,0	259,6	101,2	438,4	5.419,8	84,3	1.136,9
Oct <sup>(p)</sup>	5.566,2	1.814,0	1.597,0	1.358,3	260,0	100,2	436,7	5.482,2	84,0	1.124,7
Operaciones										
2010 Abr	33,6	15,1	2,3	11,7	2,3	-0,2	2,4	32,4	1,2	-2,3
May	-12,2	-1,1	-16,3	2,6	-1,7	1,6	2,8	-13,9	1,7	-16,5
Jun	4,5	1,5	-4,4	4,4	1,0	0,3	1,8	3,9	0,6	-29,7
Jul	25,4	15,2	4,5	5,5	0,6	-0,5	0,0	25,1	0,3	-5,6
Ago	30,1	17,8	2,8	10,2	0,0	-1,3	0,7	30,4	-0,3	27,9
Sep	17,2	11,6	0,2	7,3	0,2	-1,2	-1,0	17,0	0,3	-17,8
Oct <sup>(p)</sup>	30,6	9,6	15,8	6,7	0,0	-1,2	-0,5	31,2	-0,6	-6,8

Fuente: BCE.

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

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

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

**1. Valores distintos de acciones**

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	1	2	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
<b>Saldos vivos</b>											
2009 IV	2.084,4	1.410,0	385,7	684,4	187,7	5,6	146,6	674,4	199,6	259,4	16,2
2010 I	2.215,7	1.461,0	392,9	706,2	199,5	5,9	156,4	754,7	217,8	292,1	15,6
II	2.271,0	1.446,8	382,9	713,6	193,0	6,0	151,3	824,2	230,2	325,2	16,6
III <sup>(p)</sup>	2.336,0	1.476,4	384,7	727,2	194,4	6,4	163,7	859,6	241,4	333,3	16,7
<b>Operaciones</b>											
2010 I	69,2	25,5	0,6	9,5	8,9	-0,1	6,5	43,7	11,0	17,6	-1,5
II	6,4	-25,1	-11,7	-5,1	-3,8	0,6	-5,1	31,5	6,6	13,0	-1,4
III <sup>(p)</sup>	60,5	16,2	3,2	4,0	1,8	0,0	7,2	44,3	8,2	19,9	0,3

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

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	1	2	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
<b>Saldos vivos</b>											
2009 IV	1.681,3	728,1	97,8	-	35,6	23,7	570,9	953,2	138,2	291,4	65,6
2010 I	1.818,5	750,8	95,1	-	36,3	28,3	590,9	1.067,7	148,6	329,9	75,8
II	1.718,7	672,2	74,3	-	34,0	24,0	539,8	1.046,5	141,6	315,1	79,0
III <sup>(p)</sup>	1.793,0	713,2	79,7	-	38,1	24,3	570,9	1.079,8	154,1	314,5	67,3
<b>Operaciones</b>											
2010 I	34,9	11,1	0,1	-	0,0	1,8	9,2	23,8	0,5	4,9	0,9
II	-30,7	-23,9	-7,9	-	-1,0	-1,2	-13,8	-6,8	-1,8	-5,4	3,9
III <sup>(p)</sup>	12,7	8,0	-0,9	-	1,7	0,3	7,0	4,6	1,9	-0,4	-8,8

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

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	1	2	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
<b>Saldos vivos</b>											
2009 IV	715,4	612,8	74,4	-	538,4	-	-	102,6	15,9	23,3	0,3
2010 I	779,2	660,9	70,8	-	590,1	-	-	118,3	18,4	34,8	0,6
II	791,7	662,7	77,4	-	585,3	-	-	129,0	19,0	36,4	0,4
III <sup>(p)</sup>	823,0	701,1	76,3	-	624,8	-	-	121,9	20,7	33,9	0,4
<b>Operaciones</b>											
2010 I	31,1	21,3	-4,7	-	26,0	-	-	9,8	1,3	9,9	0,2
II	8,8	6,5	5,5	-	1,0	-	-	2,3	0,9	-0,9	-0,2
III <sup>(p)</sup>	16,8	21,4	0,1	-	21,4	-	-	-4,6	0,9	-0,8	0,0

Fuente: BCE.

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

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



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2010 II</b>								
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.400	16.871	32.611	13.683	6.703	3.410	15.939
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				340				
Efectivo y depósitos	6.436		1.812	9.493	1.943	854	661	3.806
Valores distintos de acciones a corto plazo	44		167	631	293	391	27	835
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.366		211	6.376	2.267	2.138	351	3.367
Préstamos	72		3.177	12.759	3.542	455	452	1.808
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	55		1.767	9.863	2.605	328	364	.
Acciones y otras participaciones	4.351		7.568	2.067	5.409	2.399	1.303	5.488
Acciones cotizadas	777		1.373	497	1.884	435	286	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.129		5.810	1.243	2.759	475	862	.
Participaciones en fondos de inversión	1.445		385	327	766	1.489	154	.
Reservas técnicas de seguro	5.639		146	2	0	211	3	184
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		491	3.791	943	229	254	615	451
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones de activos financieros		151	90	736	121	49	119	105
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos	69		14	615	73	4	60	-10
Valores distintos de acciones a corto plazo	-3		-10	-9	2	4	-1	-15
Valores distintos de acciones a largo plazo	3		6	-40	-45	33	9	83
Préstamos	-1		50	107	70	3	44	23
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	-1		6	98	2	1	30	.
Acciones y otras participaciones	8		20	-24	15	6	10	18
Acciones cotizadas	3		1	-7	-3	-1	1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	20		36	-3	7	0	3	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones	-15		-17	-13	11	7	5	.
Reservas técnicas de seguro	59		-1	0	0	1	0	-1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	16		11	87	6	-1	-3	6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		-223	-103	401	124	-32	-24	218
Oro monetario y DEG				68				
Efectivo y depósitos	8		4	122	185	3	0	175
Valores distintos de acciones a corto plazo	2		15	8	20	3	0	-6
Valores distintos de acciones a largo plazo	-31		13	102	61	16	-5	87
Préstamos	0		14	200	-59	0	0	-4
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	0		3	137	-55	1	0	.
Acciones y otras participaciones	-184		-235	-86	-92	-59	-25	-46
Acciones cotizadas	-70		-69	-50	-98	-25	-30	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-85		-169	-47	2	-9	9	.
Participaciones en fondos de inversión	-28		3	10	4	-25	-4	.
Reservas técnicas de seguro	-19		0	0	0	4	0	4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	1		86	-14	9	2	5	8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.327	16.858	33.747	13.928	6.720	3.505	16.263
Oro monetario y DEG				408				
Efectivo y depósitos	6.512		1.830	10.230	2.201	861	721	3.971
Valores distintos de acciones a corto plazo	43		171	630	315	398	26	814
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.339		230	6.438	2.282	2.187	354	3.537
Préstamos	71		3.240	13.066	3.553	459	496	1.828
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	55		1.776	10.098	2.552	329	394	.
Acciones y otras participaciones	4.175		7.353	1.956	5.332	2.345	1.288	5.460
Acciones cotizadas	709		1.306	440	1.784	409	257	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.064		5.677	1.193	2.768	466	875	.
Participaciones en fondos de inversión	1.402		370	323	781	1.470	156	.
Reservas técnicas de seguro	5.678		146	2	0	216	3	188
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		509	3.888	1.016	244	255	617	465
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2010 II</b>								
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.636	25.689	31.750	13.598	6.764	8.440	14.400
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29	22.169	23	0	225	2.559
Valores distintos de acciones a corto plazo			317	724	70	11	993	273
Valores distintos de acciones a largo plazo			548	4.631	2.590	45	5.388	2.873
Préstamos		5.912	8.435		3.116	244	1.399	3.157
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.558	5.891		1.709	83	1.198	.
Acciones y otras participaciones		7	12.498	2.887	7.582	515	6	5.091
Acciones cotizadas			3.590	544	202	179	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.907	1.168	2.253	335	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.175	5.127			.
Reservas técnicas de seguro		34	336	64	1	5.750	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		683	3.526	1.274	215	199	428	448
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.199	11.764	-8.818	861	85	-61	-5.030	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		44	135	681	128	61	240	82
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	790	3	0	8	24
Valores distintos de acciones a corto plazo			1	-26	-1	1	0	-7
Valores distintos de acciones a largo plazo			6	-81	-24	1	131	14
Préstamos		47	36		106	4	73	31
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		48	32		22	1	47	.
Acciones y otras participaciones		0	39	-45	43	1	0	14
Acciones cotizadas			11	0	0	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	28	4	10	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-48	33			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	0	0	58	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-3	51	44	1	-4	28	6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-23	107	-45	54	-6	-13	-120	23
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		15	-583	376	111	-44	-19	437
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	382	0	0	0	114
Valores distintos de acciones a corto plazo			6	17	5	0	0	13
Valores distintos de acciones a largo plazo			-6	35	133	-1	-42	123
Préstamos		12	-7		70	-1	3	75
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		1	1		48	0	3	.
Acciones y otras participaciones		0	-598	-92	-97	-36	0	95
Acciones cotizadas			-285	-98	-23	-28	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-313	-34	-14	-7	0	.
Participaciones en fondos de inversión				40	-60			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	-11	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		3	22	34	-1	4	20	17
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	287	-238	480	24	14	12	-5	-219
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.694	25.241	32.807	13.836	6.782	8.661	14.920
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	23.341	26	0	232	2.697
Valores distintos de acciones a corto plazo			324	715	74	12	994	279
Valores distintos de acciones a largo plazo			548	4.585	2.700	45	5.477	3.010
Préstamos		5.971	8.464		3.292	248	1.476	3.264
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.607	5.924		1.779	84	1.248	.
Acciones y otras participaciones		7	11.939	2.750	7.528	480	6	5.200
Acciones cotizadas			3.316	446	179	150	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.623	1.137	2.249	329	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.167	5.100			.
Reservas técnicas de seguro		34	337	64	1	5.797	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		683	3.599	1.352	215	200	475	471
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-934	11.633	-8.382	940	92	-62	-5.155	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.074	4.259	4.436	4.440	4.431	4.424	4.426	4.442
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	128	136	133	124	118	113	108	101
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.383	1.396	1.397	1.398	1.396	1.398
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.192	2.345	2.331	2.186	2.144	2.130	2.156	2.200
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.031	3.627	3.887	3.488	3.210	2.966	2.835	2.758
Intereses	1.653	2.079	2.320	2.043	1.821	1.622	1.509	1.446
Otras rentas de la propiedad	1.378	1.548	1.567	1.444	1.389	1.343	1.326	1.312
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.328	7.727	7.797	7.600	7.540	7.518	7.552	7.633
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.029	1.113	1.123	1.068	1.038	1.013	1.012	1.019
Cotizaciones sociales	1.541	1.598	1.667	1.673	1.675	1.676	1.681	1.688
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.555	1.602	1.670	1.726	1.757	1.786	1.806	1.816
Otras transferencias corrientes	723	753	787	785	782	783	789	792
Primas netas de seguros no vida	180	184	188	186	184	182	182	182
Derechos de seguros no vida	180	184	189	187	184	182	182	182
Otras	363	385	409	412	414	419	424	428
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.236	7.634	7.692	7.494	7.431	7.409	7.439	7.519
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.645	6.911	7.168	7.169	7.163	7.179	7.209	7.252
Gasto en consumo individual	5.957	6.198	6.420	6.399	6.385	6.394	6.426	6.467
Gasto en consumo colectivo	688	712	748	769	778	784	784	785
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	68	67	66	65	64
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	592	723	524	325	268	231	229	267
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.880	2.027	2.038	1.867	1.786	1.714	1.696	1.728
Formación bruta de capital fijo	1.858	1.992	2.019	1.892	1.829	1.782	1.758	1.761
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	22	36	19	-25	-42	-68	-62	-34
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	-1	-1	1	2	1
Transferencias de capital	170	151	150	167	175	184	191	184
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	29	34	34	30
Otras transferencias de capital	148	126	126	139	145	150	157	154
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-20	31	-121	-137	-111	-78	-63	-55

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.647	8.060	8.283	8.145	8.091	8.065	8.087	8.141
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	915	960	946	911	900	893	893	905
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.562	9.020	9.228	9.056	8.991	8.958	8.980	9.046
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.192	2.345	2.331	2.186	2.144	2.130	2.156	2.200
Remuneración de los asalariados	4.082	4.267	4.443	4.446	4.438	4.430	4.432	4.449
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.055	1.104	1.085	1.042	1.028	1.023	1.019	1.022
Rentas de la propiedad	3.031	3.638	3.825	3.414	3.140	2.901	2.781	2.721
Intereses	1.624	2.040	2.263	1.978	1.754	1.553	1.443	1.391
Otras rentas de la propiedad	1.407	1.598	1.562	1.436	1.386	1.348	1.338	1.329
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.328	7.727	7.797	7.600	7.540	7.518	7.552	7.633
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033	1.120	1.130	1.074	1.043	1.019	1.017	1.024
Cotizaciones sociales	1.540	1.598	1.667	1.672	1.674	1.675	1.680	1.688
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.547	1.593	1.662	1.718	1.750	1.778	1.799	1.808
Otras transferencias corrientes	635	662	682	680	677	676	678	681
Primas netas de seguros no vida	180	184	189	187	184	182	182	182
Derechos de seguros no vida	177	182	185	183	181	179	179	179
Otras	278	296	308	311	312	316	316	320
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.236	7.634	7.692	7.494	7.431	7.409	7.439	7.519
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	68	67	66	65	64
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	592	723	524	325	268	231	229	267
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.383	1.396	1.397	1.398	1.396	1.398
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	185	166	160	176	183	192	200	193
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	29	34	34	30
Otras transferencias de capital	162	141	136	147	154	158	166	163
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.3 Hogares

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

	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.082	4.267	4.443	4.446	4.438	4.430	4.432	4.449
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.420	1.493	1.539	1.514	1.498	1.489	1.491	1.498
Intereses, recursos (+)	264	310	347	305	273	245	228	219
Intereses, empleos (-)	166	216	243	204	174	148	138	131
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	749	808	820	776	754	740	731	723
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	794	852	891	877	871	860	857	857
Cotizaciones sociales netas (-)	1.537	1.594	1.663	1.668	1.670	1.671	1.676	1.683
Prestaciones sociales netas (+)	1.541	1.587	1.656	1.712	1.743	1.772	1.792	1.802
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	67	71	71	74	77	80	81	82
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.617</b>	<b>5.865</b>	<b>6.069</b>	<b>6.069</b>	<b>6.059</b>	<b>6.066</b>	<b>6.075</b>	<b>6.090</b>
Gasto en consumo final (-)	4.910	5.105	5.272	5.225	5.196	5.195	5.220	5.251
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	64	64	71	68	66	65	65	63
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>771</b>	<b>825</b>	<b>869</b>	<b>912</b>	<b>929</b>	<b>937</b>	<b>920</b>	<b>903</b>
Consumo de capital fijo (-)	346	368	385	388	388	388	386	386
Transferencias netas de capital, recursos (+)	19	12	1	9	14	12	10	9
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	2.615	1.490	-2.110	-2.173	-1.634	-253	909	970
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>3.059</b>	<b>1.959</b>	<b>-1.625</b>	<b>-1.640</b>	<b>-1.080</b>	<b>308</b>	<b>1.453</b>	<b>1.496</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	609	645	639	596	573	556	546	546
Consumo de capital fijo (-)	346	368	385	388	388	388	386	386
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	321	428	453	261	145	-36	-103	-89
Efectivo y depósitos	285	350	439	323	245	106	64	63
Participaciones en fondos del mercado monetario	1	39	-10	-19	-22	-50	-86	-86
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	35	38	24	-43	-78	-92	-81	-67
Activos a largo plazo	298	133	42	208	362	531	585	555
Depósitos	2	-35	-34	26	66	106	120	115
Valores distintos de acciones	33	24	47	26	22	14	-23	-18
Acciones y otras participaciones	-27	-75	-108	-16	81	170	217	195
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-5	-3	24	49	89	95	103	96
Participaciones en fondos de inversión	-22	-72	-132	-65	-8	75	114	99
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	290	219	138	171	192	241	270	263
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	412	372	215	130	103	111	131	136
de los cuales: de IFM de la zona del euro	350	283	82	10	-16	63	74	102
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	2.061	1.424	-626	-1.518	-1.638	-725	40	624
Activos financieros	558	82	-1.505	-658	2	473	868	370
Acciones y otras participaciones	467	82	-1.275	-570	-129	251	504	126
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	60	9	-261	-114	53	180	271	177
Otros flujos netos (+)	-30	-12	-29	-11	-32	8	33	12
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>3.059</b>	<b>1.959</b>	<b>-1.625</b>	<b>-1.640</b>	<b>-1.080</b>	<b>308</b>	<b>1.453</b>	<b>1.496</b>
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	25.641	27.342	26.970	26.034	26.411	26.413	26.995	26.817
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.814	5.269	5.806	5.863	5.799	5.762	5.717	5.760
Efectivo y depósitos	4.463	4.852	5.323	5.426	5.394	5.462	5.434	5.498
Participaciones en fondos del mercado monetario	255	293	324	315	313	244	233	214
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	96	125	158	121	92	56	50	49
Activos a largo plazo	11.871	12.058	10.500	10.689	11.241	11.510	11.768	11.634
Depósitos	1.020	952	888	896	928	973	1.002	1.015
Valores distintos de acciones	1.226	1.245	1.300	1.283	1.341	1.352	1.360	1.333
Acciones y otras participaciones	4.998	5.006	3.581	3.624	3.923	4.033	4.119	3.961
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.565	3.627	2.596	2.593	2.830	2.861	2.906	2.773
Participaciones en fondos de inversión	1.433	1.379	986	1.031	1.093	1.172	1.212	1.188
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.627	4.855	4.732	4.885	5.050	5.152	5.287	5.325
Otros activos netos (+)	246	226	204	211	194	205	191	210
Pasivos (-)								
Préstamos	5.231	5.595	5.806	5.841	5.862	5.906	5.912	5.971
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.560	4.831	4.906	4.904	4.921	4.961	4.947	5.105
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>37.341</b>	<b>39.300</b>	<b>37.675</b>	<b>36.954</b>	<b>37.784</b>	<b>37.983</b>	<b>38.759</b>	<b>38.450</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

**3.4 Sociedades no financieras**

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

	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.376	4.645	4.760	4.613	4.555	4.524	4.535	4.574
Remuneración de los asalariados (-)	2.588	2.716	2.836	2.820	2.803	2.788	2.785	2.794
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	74	80	77	70	65	62	57	50
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.714	1.849	1.847	1.723	1.687	1.674	1.693	1.730
Consumo de capital fijo (-)	703	738	774	781	781	782	781	781
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	1.012	1.111	1.074	942	906	892	912	950
Rentas de la propiedad, recursos (+)	504	597	595	526	503	476	470	468
Intereses, recursos	172	204	216	186	166	150	139	134
Otras rentas de la propiedad, recursos	332	393	378	341	337	326	331	334
Intereses y otras rentas, empleos (-)	287	354	404	359	323	291	269	257
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.229	1.354	1.264	1.110	1.086	1.078	1.113	1.160
Renta distribuida (-)	927	988	1.024	975	934	912	898	892
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	190	212	197	161	139	125	125	132
Cotizaciones sociales, recursos (+)	75	64	66	68	68	69	70	70
Prestaciones sociales, empleos (-)	61	62	65	66	66	67	67	67
Otras transferencias corrientes netas (-)	66	56	59	59	61	62	63	63
= <b>Ahorro neto</b>	60	100	-14	-84	-45	-18	29	75
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	311	373	336	191	131	79	76	117
Formación bruta de capital fijo (+)	989	1.075	1.092	1.001	959	931	920	930
Consumo de capital fijo (-)	703	738	774	781	781	782	781	781
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	24	36	17	-29	-46	-70	-63	-33
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	157	168	65	34	81	108	106	44
Efectivo y depósitos	146	154	15	8	36	87	98	58
Participaciones en fondos del mercado monetario	2	-19	30	35	41	40	5	-21
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	10	33	21	-10	4	-19	3	6
Activos a largo plazo	504	782	731	605	438	236	233	330
Depósitos	33	-4	35	62	39	23	5	14
Valores distintos de acciones	-8	-27	-60	-2	-30	-16	-17	29
Acciones y otras participaciones	283	439	361	328	266	98	75	73
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	197	374	396	218	163	132	170	213
Otros activos netos (+)	76	126	-15	-117	-59	-45	49	-3
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	685	900	748	405	263	127	173	164
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	444	539	396	133	0	-111	-100	-86
de la cual: valores distintos de acciones	38	38	56	78	90	82	101	78
Acciones y otras participaciones	231	382	306	310	291	189	183	168
Acciones cotizadas	32	54	8	58	73	67	66	46
Acciones no cotizadas y otras participaciones	198	328	299	252	217	122	118	122
Transferencias netas de capital, recursos (-)	72	68	74	77	78	79	77	78
= <b>Ahorro neto</b>	60	100	-14	-84	-45	-18	29	75
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.674	1.826	1.905	1.921	1.970	2.010	1.988	1.982
Efectivo y depósitos	1.367	1.507	1.537	1.549	1.577	1.631	1.601	1.611
Participaciones en fondos del mercado monetario	183	159	185	215	222	206	198	181
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	124	161	183	158	171	172	189	191
Activos a largo plazo	10.119	11.117	9.522	9.670	10.343	10.583	10.945	10.842
Depósitos	143	171	203	214	215	210	210	219
Valores distintos de acciones	281	252	198	160	148	179	188	210
Acciones y otras participaciones	7.498	8.141	6.170	6.295	6.946	7.123	7.370	7.173
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.198	2.553	2.951	3.001	3.033	3.072	3.177	3.240
Otros activos netos (+)	314	358	422	440	418	422	440	465
Pasivos								
Deuda	7.895	8.692	9.457	9.523	9.521	9.532	9.636	9.673
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.957	4.478	4.870	4.831	4.766	4.710	4.712	4.728
de la cual: valores distintos de acciones	675	680	738	772	816	816	865	872
Acciones y otras participaciones	13.173	14.367	10.775	10.853	11.926	12.253	12.498	11.939
Acciones cotizadas	4.541	5.038	2.920	2.917	3.362	3.508	3.590	3.316
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.632	9.330	7.855	7.936	8.564	8.745	8.907	8.623

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	63	66	113	54	47	31	17	29
Efectivo y depósitos	11	6	57	12	-1	-33	-21	1
Participaciones en fondos del mercado monetario	3	2	20	10	6	10	1	12
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	49	57	36	31	42	55	37	16
Activos a largo plazo	308	165	73	103	137	206	272	273
Depósitos	62	47	-3	15	29	18	1	-5
Valores distintos de acciones	116	48	6	-8	-9	51	85	157
Préstamos	1	-15	39	30	27	15	13	13
Acciones cotizadas	2	-1	2	-28	-99	-88	-83	-84
Acciones no cotizadas y otras participaciones	32	21	28	15	5	-5	1	5
Participaciones en fondos de inversión	95	65	1	79	185	215	255	186
Otros activos netos (+)	15	-3	27	13	9	5	26	12
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	6	3	12	10	10	1	0	5
Préstamos	47	-5	29	20	12	-25	-17	-12
Acciones y otras participaciones	11	2	9	6	5	3	3	4
Reservas técnicas de seguro	318	243	139	168	201	272	318	299
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	301	227	117	160	194	259	304	290
Reservas para primas y para siniestros	17	15	22	7	6	13	14	9
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	<b>5</b>	<b>-14</b>	<b>24</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>-8</b>	<b>11</b>	<b>18</b>
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de los activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	171	-2	-600	-274	-30	232	368	187
Otros activos netos	-50	-27	46	40	77	52	100	122
<b>Otras variaciones de los pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	41	-32	-195	-123	-48	20	96	34
Reservas técnicas de seguro	54	12	-260	-103	55	174	259	176
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	53	13	-257	-100	60	176	263	174
Reservas para primas y para siniestros	1	-1	-3	-3	-5	-2	-4	2
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	<b>25</b>	<b>-9</b>	<b>-99</b>	<b>-8</b>	<b>41</b>	<b>90</b>	<b>114</b>	<b>100</b>
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	501	564	680	701	693	720	727	743
Efectivo y depósitos	157	163	224	196	190	195	196	205
Participaciones en fondos del mercado monetario	80	80	98	102	102	99	103	108
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	264	320	358	403	401	426	428	430
Activos a largo plazo	5.171	5.311	4.797	4.945	5.167	5.297	5.511	5.507
Depósitos	598	646	641	661	663	659	658	656
Valores distintos de acciones	1.863	1.886	1.904	1.902	1.976	2.008	2.102	2.154
Préstamos	410	394	434	445	446	448	455	459
Acciones cotizadas	742	718	417	436	412	420	435	409
Acciones no cotizadas y otras participaciones	475	513	435	428	459	466	475	466
Participaciones en fondos de inversión	1.083	1.154	968	1.073	1.210	1.295	1.386	1.362
Otros activos netos (+)	204	189	252	245	251	244	266	271
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	36	29	47	45	49	53	56	58
Préstamos	237	229	260	261	251	233	244	248
Acciones y otras participaciones	688	658	471	443	497	495	515	480
Reservas técnicas de seguro	5.016	5.270	5.150	5.321	5.492	5.595	5.750	5.797
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.310	4.550	4.411	4.571	4.741	4.845	4.992	5.035
Reservas para primas y para siniestros	706	720	739	751	751	750	758	762
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>-101</b>	<b>-123</b>	<b>-198</b>	<b>-179</b>	<b>-179</b>	<b>-116</b>	<b>-61</b>	<b>-62</b>

Fuente: BCE.

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



## MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

(mm de euros)

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



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

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

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos					Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2008	13.444	5.269	2.195	701	4.939	340	1.192	817	83	106	163	24
2009	15.278	5.375	3.215	805	5.508	374	1.126	734	62	86	221	22
2009 IV	15.278	5.375	3.215	805	5.508	374	949	620	54	73	182	20
2010 I	15.532	5.468	3.177	844	5.654	389	1.024	642	61	74	227	20
II	15.703	5.455	3.211	848	5.770	418	1.026	661	61	80	198	26
III	15.741	5.427	3.209	847	5.821	437	998	632	75	67	197	27
2010 Ago	15.788	5.461	3.244	848	5.807	428	912	611	66	61	154	21
Sep	15.741	5.427	3.209	847	5.821	437	1.013	629	61	71	222	30
Oct	15.784	5.267	3.229	853	5.995	441	949	559	76	69	217	29
Nov	16.063	5.299	3.315	863	6.139	447	1.068	548	150	66	279	26
	<b>A corto plazo</b>											
2008	1.627	822	92	122	567	25	975	722	35	97	102	19
2009	1.638	733	88	72	724	21	876	635	19	69	137	15
2009 IV	1.638	733	88	72	724	21	750	542	19	60	116	13
2010 I	1.625	747	78	76	706	17	754	536	27	61	120	10
II	1.597	734	88	73	681	21	792	570	31	67	110	16
III	1.635	743	92	71	692	37	771	547	28	58	118	20
2010 Ago	1.638	757	94	75	681	31	759	548	32	57	107	16
Sep	1.635	743	92	71	692	37	755	526	24	54	128	22
Oct	1.620	592	101	72	817	38	716	473	36	53	132	22
Nov	1.670	611	104	73	842	40	711	472	32	53	138	16
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2008	11.816	4.447	2.103	579	4.371	315	217	95	48	8	61	4
2009	13.640	4.643	3.126	733	4.784	353	251	99	44	17	84	7
2009 IV	13.640	4.643	3.126	733	4.784	353	199	79	35	13	66	7
2010 I	13.907	4.721	3.099	767	4.948	372	270	106	33	13	107	10
II	14.106	4.721	3.123	775	5.089	398	234	91	30	13	89	10
III	14.106	4.684	3.117	775	5.130	400	226	85	46	9	79	6
2010 Ago	14.150	4.703	3.150	773	5.126	398	153	63	34	4	47	5
Sep	14.106	4.684	3.117	775	5.130	400	258	103	37	17	94	8
Oct	14.164	4.675	3.127	781	5.178	403	232	86	40	15	84	7
Nov	14.393	4.688	3.211	791	5.297	406	357	76	118	12	141	9
	<b>del cual: a tipo fijo</b>											
2008	7.710	2.305	760	440	3.955	250	120	49	9	7	53	3
2009	8.830	2.587	1.034	600	4.338	271	173	60	18	16	74	4
2009 IV	8.830	2.587	1.034	600	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 I	9.093	2.658	1.048	627	4.482	278	186	61	10	12	95	7
II	9.308	2.663	1.080	655	4.625	286	156	47	12	11	81	5
III	9.330	2.650	1.067	658	4.670	286	141	48	12	8	70	4
2010 Ago	9.324	2.650	1.088	656	4.645	285	92	36	9	4	40	3
Sep	9.330	2.650	1.067	658	4.670	286	179	63	13	13	84	5
Oct	9.381	2.658	1.072	663	4.699	289	149	48	17	15	64	5
Nov	9.522	2.679	1.106	673	4.773	290	182	48	20	11	96	6
	<b>del cual: a tipo variable</b>											
2008	3.594	1.743	1.295	129	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.372	1.769	2.025	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 IV	4.372	1.769	2.025	123	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 I	4.360	1.774	1.981	130	382	93	70	38	20	1	7	3
II	4.341	1.770	1.968	110	383	110	65	37	16	1	5	6
III	4.343	1.755	1.981	109	386	112	73	29	33	1	6	3
2010 Ago	4.377	1.771	1.993	108	394	111	48	20	23	0	3	2
Sep	4.343	1.755	1.981	109	386	112	66	31	23	3	6	3
Oct	4.350	1.740	1.985	109	402	113	74	33	21	0	17	2
Nov	4.421	1.731	2.022	109	445	115	159	21	92	1	43	3

Fuente: BCE.

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

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

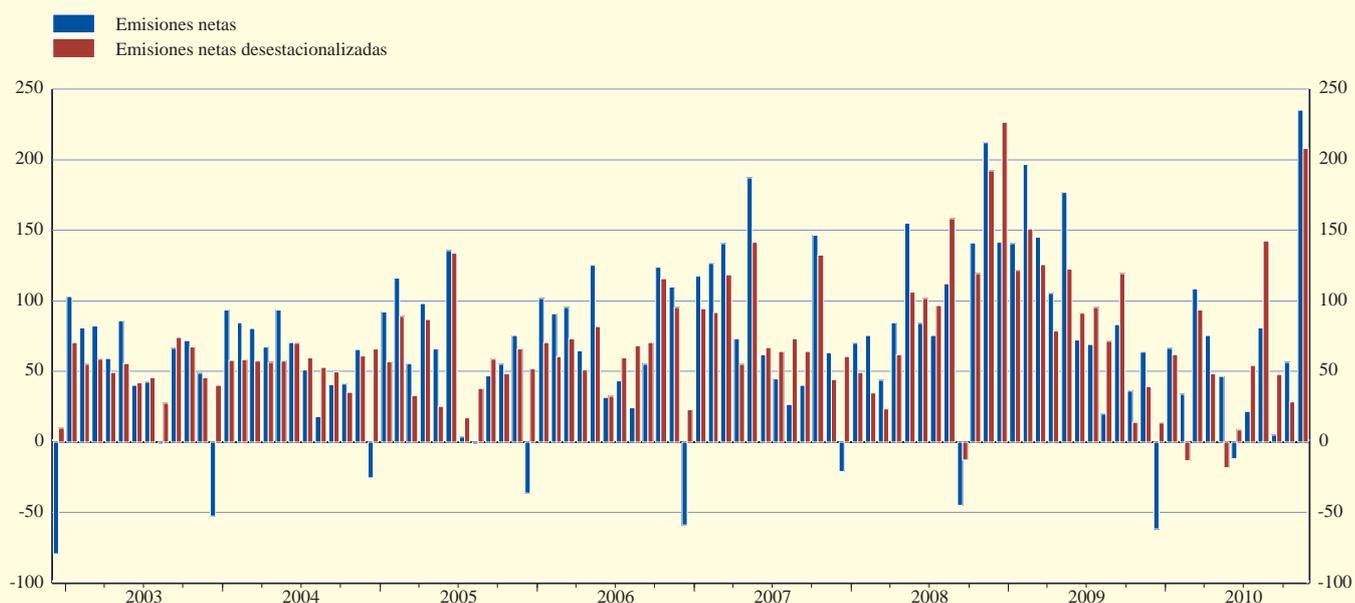
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	95,8	22,9	35,8	4,4	31,7	1,1	96,3	23,1	35,3	4,5	32,5	0,9
2009	87,2	10,3	19,3	8,6	46,2	2,8	86,9	10,2	18,9	8,3	46,7	2,9
2009 IV	12,7	-21,6	13,1	4,1	11,9	5,2	22,2	-10,5	-13,7	6,9	36,8	2,7
2010 I	69,6	25,6	-16,8	11,3	46,4	3,1	47,4	7,4	0,9	10,1	24,6	4,5
II	36,5	-12,2	3,3	4,9	34,9	5,6	12,7	-14,6	-2,0	0,7	23,0	5,7
III	35,6	2,3	3,8	2,7	20,5	6,4	81,4	11,7	27,4	5,1	29,5	7,7
2010 Ago	80,8	21,9	27,8	-1,7	30,6	2,1	142,2	31,3	55,6	4,8	46,7	3,8
Sep	4,9	-7,8	-24,7	6,2	22,3	8,8	48,0	18,0	4,0	7,5	8,3	10,2
Oct	56,4	-26,7	21,6	8,1	48,7	4,6	28,4	-37,6	-5,7	8,1	61,7	1,9
Nov	235,2	10,6	78,0	4,0	137,8	4,9	207,9	9,0	71,0	3,8	121,1	3,0
	A largo plazo											
2008	65,3	15,9	32,7	2,8	13,4	0,5	64,8	16,1	32,1	2,8	13,3	0,5
2009	87,9	15,1	22,4	12,7	34,5	3,2	87,8	15,2	22,1	12,8	34,6	3,1
2009 IV	37,5	-14,0	11,9	7,8	27,3	4,4	34,1	-1,9	-14,6	9,0	38,1	3,5
2010 I	75,9	22,3	-13,3	9,8	52,8	4,3	75,1	12,5	4,8	10,5	43,0	4,2
II	47,4	-7,1	0,0	6,0	43,9	4,6	15,3	-17,0	-4,9	2,0	30,8	4,4
III	21,4	-1,8	2,6	3,3	16,3	0,9	66,9	5,9	24,8	5,2	28,6	2,3
2010 Ago	42,4	-3,4	19,2	0,5	24,5	1,5	103,4	5,4	46,9	6,1	42,7	2,2
Sep	4,9	4,4	-22,8	10,4	10,5	2,4	37,6	23,4	2,2	9,7	-2,7	5,0
Oct	66,6	-5,0	12,2	6,8	49,0	3,6	59,6	-3,8	-10,6	8,2	64,3	1,6
Nov	189,8	-6,4	75,7	3,8	113,9	2,8	158,4	-5,6	67,2	3,3	92,2	1,2

G16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

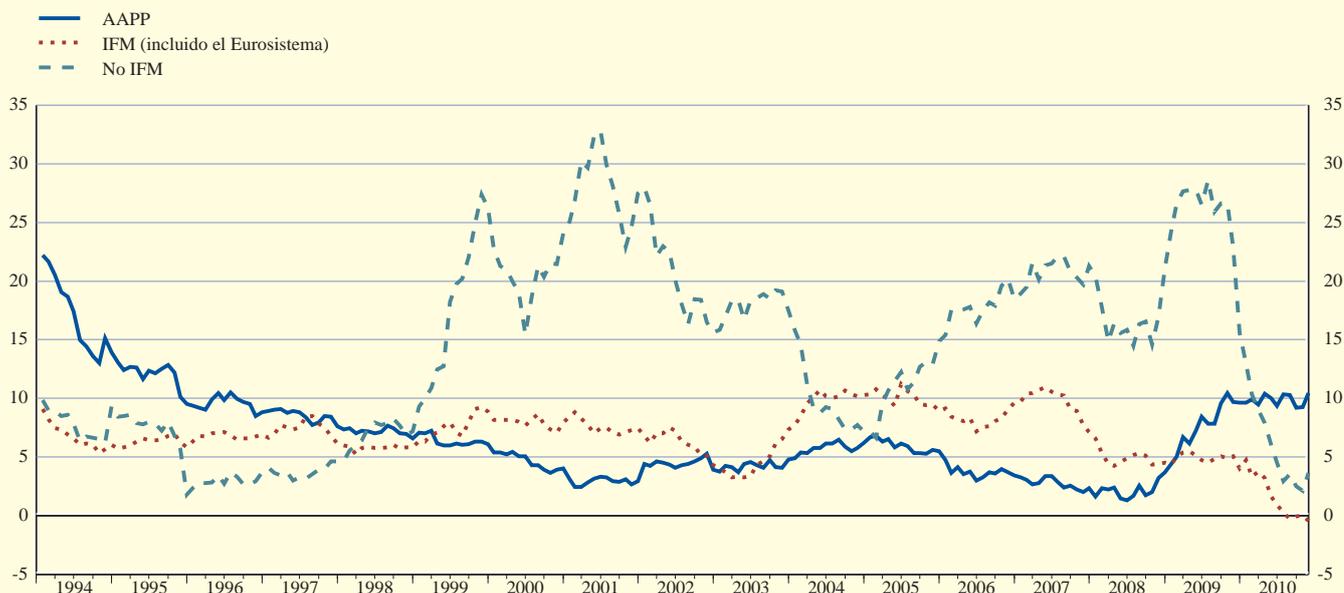
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2009 Nov	9,4	2,5	18,7	16,8	12,1	10,8	6,2	-0,5	8,0	18,0	10,6	9,5
2009 Dic	7,8	2,3	10,4	14,7	11,2	10,0	4,9	-0,1	2,8	16,8	9,3	10,9
2010 Ene	7,1	2,4	9,3	14,0	10,1	9,4	4,3	0,6	0,6	12,4	8,8	8,6
2010 Feb	5,9	0,7	6,2	15,0	9,7	11,0	3,1	-1,3	-2,1	15,5	8,1	11,5
2010 Mar	5,5	1,5	4,5	16,2	8,5	11,8	2,6	-0,4	-3,4	13,2	6,9	12,3
2010 Abr	5,2	1,3	3,5	16,2	8,4	11,2	3,1	2,2	-3,3	13,3	5,3	12,9
2010 May	4,2	-0,2	2,4	14,9	8,0	10,4	2,3	0,0	-3,0	12,1	5,4	11,3
2010 Jun	3,6	-0,4	1,3	12,4	7,2	13,7	2,4	-0,8	-0,2	8,1	5,2	16,7
2010 Jul	3,2	-0,9	0,2	10,2	7,4	15,2	2,2	-2,4	-0,1	8,1	6,0	22,4
2010 Ago	3,6	-0,3	1,3	10,3	7,2	15,4	4,3	0,6	4,8	5,4	6,4	19,9
2010 Sep	3,1	-0,3	0,6	8,7	6,2	16,6	3,7	-0,3	4,8	4,1	5,6	21,1
2010 Oct	3,2	0,1	0,4	8,5	6,2	16,0	3,4	-2,0	4,1	4,0	7,1	19,0
2010 Nov	4,3	0,1	2,5	8,3	7,9	16,4	6,3	0,1	8,5	4,6	10,3	21,7
A largo plazo												
2009 Nov	10,7	5,0	21,5	28,4	9,6	11,0	8,3	4,0	8,8	25,1	10,3	7,9
2009 Dic	8,9	4,0	12,6	26,3	9,5	12,0	6,0	2,4	3,4	21,8	8,9	11,2
2010 Ene	8,6	4,8	10,2	23,3	9,5	11,6	6,3	3,6	0,9	16,9	10,4	11,1
2010 Feb	7,5	3,3	7,1	22,6	9,7	12,4	4,8	0,3	-1,7	19,6	10,7	11,8
2010 Mar	7,2	3,8	5,5	22,8	9,2	12,8	4,8	1,4	-3,0	17,3	10,6	13,8
2010 Abr	7,1	3,2	4,4	21,7	10,4	11,0	4,6	1,7	-2,7	16,0	9,7	12,7
2010 May	5,9	1,6	2,9	18,6	10,1	8,9	3,5	-0,8	-2,8	12,4	9,9	9,9
2010 Jun	5,0	0,9	1,6	16,0	9,1	12,9	4,0	-0,6	0,0	10,5	9,4	14,7
2010 Jul	4,8	0,2	0,4	12,9	10,2	12,1	3,3	-3,0	0,1	9,0	10,1	13,1
2010 Ago	4,7	-0,3	1,1	13,1	10,2	11,8	4,6	-1,0	4,0	6,9	9,7	11,8
2010 Sep	4,1	0,0	0,4	11,4	8,9	12,3	3,6	-1,4	3,9	5,8	7,3	10,8
2010 Oct	4,1	0,0	0,1	10,7	9,1	11,4	3,6	-1,7	3,0	5,7	8,5	10,0
2010 Nov	4,8	-0,5	2,2	9,6	10,4	11,3	6,2	-0,1	7,6	6,9	10,8	12,9

### G17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2008	3,1	4,9	6,1	4,8	1,5	1,4	12,7	5,4	33,2	7,1	7,6	3,2
2009	9,5	7,1	18,1	25,1	8,1	4,3	12,0	1,8	35,7	-1,9	0,1	20,7
2009 IV	12,2	9,1	20,8	35,4	10,3	6,8	7,4	-1,7	23,9	-4,0	2,0	26,4
2010 I	11,2	9,8	13,6	29,1	9,6	8,3	1,2	-3,8	5,8	-2,1	4,6	26,9
II	9,7	7,3	7,3	23,3	10,2	7,5	-1,0	-4,2	0,3	-0,4	5,5	23,4
III	7,6	3,1	3,4	16,4	10,1	7,2	-1,3	-3,6	-1,2	-1,8	4,8	28,5
2010 Jun	8,0	4,3	4,7	19,2	9,5	7,6	-1,5	-3,6	-1,2	-1,3	2,0	30,9
Jul	7,7	3,1	3,2	16,0	10,5	6,7	-1,4	-3,5	-1,8	-2,0	5,4	30,0
Ago	7,5	2,6	3,6	16,5	10,3	7,1	-1,1	-3,9	-0,9	-2,1	6,6	27,0
Sep	7,0	2,8	2,2	14,0	9,7	7,8	-1,0	-3,1	-0,8	-1,2	3,3	26,3
Oct	6,9	2,9	3,1	13,0	9,4	7,0	-0,5	-3,1	-0,9	-1,1	8,7	25,4
Nov	7,1	2,5	3,7	11,8	10,0	6,8	1,0	-3,8	0,9	-0,5	18,6	25,3
En euros												
2008	3,0	4,8	6,7	3,2	1,7	1,3	14,3	6,6	34,9	7,2	8,0	2,0
2009	10,1	9,0	21,5	23,3	8,2	3,7	14,3	3,9	38,2	-2,4	-0,4	21,8
2009 IV	12,8	11,4	23,1	34,6	10,4	6,3	9,0	-0,2	25,4	-4,7	0,7	27,0
2010 I	11,4	10,8	15,0	29,6	9,7	8,0	1,6	-3,4	6,3	-2,4	3,2	26,9
II	9,9	7,4	8,3	23,8	10,2	7,2	-1,1	-3,9	-0,2	-0,6	4,1	23,4
III	7,9	2,7	4,5	16,8	10,3	7,2	-1,0	-2,9	-1,5	-2,5	4,1	28,6
2010 Jun	8,3	4,5	5,9	19,2	9,6	7,3	-1,8	-3,0	-2,4	-2,6	0,7	31,2
Jul	8,1	2,7	4,1	16,6	10,7	6,8	-1,1	-2,8	-1,9	-2,6	4,4	30,3
Ago	7,9	2,1	4,7	16,8	10,5	7,3	-0,8	-3,1	-1,2	-2,7	6,2	27,1
Sep	7,4	2,0	3,5	14,7	9,9	7,9	-0,6	-2,4	-0,7	-1,7	2,9	26,1
Oct	7,1	1,9	4,3	13,5	9,5	7,2	-0,2	-2,5	-1,0	-1,6	8,6	26,2
Nov	7,2	1,2	4,6	12,2	10,1	6,9	1,3	-2,8	0,2	-1,0	18,8	26,4

### G18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

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

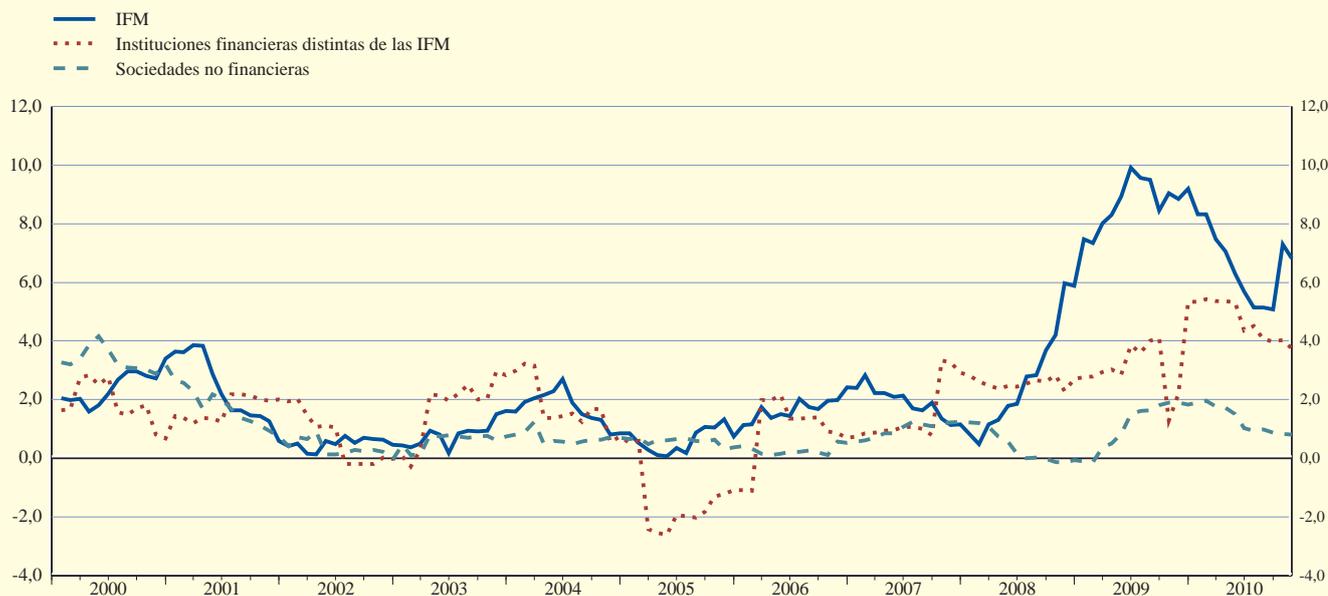
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2001 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Nov	3.501,5	105,2	0,9	392,1	6,0	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
2008 Dic	3.509,5	105,4	1,0	375,0	5,9	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 Ene	3.312,9	105,6	1,1	340,9	7,5	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
2009 Feb	2.941,5	105,6	1,1	273,8	7,4	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
2009 Mar	3.024,7	106,1	1,5	312,8	8,0	223,9	2,9	2.488,0	0,4
2009 Abr	3.457,7	106,2	1,6	410,4	8,3	274,6	3,0	2.772,7	0,5
2009 May	3.604,0	106,5	1,9	448,8	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
2009 Jun	3.556,1	107,3	2,7	445,3	9,9	279,4	3,9	2.831,4	1,5
2009 Jul	3.841,4	107,5	2,7	505,7	9,6	301,1	3,6	3.034,6	1,6
2009 Ago	4.039,5	107,5	2,7	568,4	9,5	321,7	4,0	3.149,3	1,6
2009 Sep	4.208,3	107,6	2,8	588,4	8,5	352,2	4,1	3.267,7	1,8
2009 Oct	4.063,0	107,8	2,7	563,3	9,0	326,7	1,3	3.173,0	1,9
2009 Nov	4.077,6	108,1	2,7	563,8	8,8	318,4	2,2	3.195,3	1,9
2009 Dic	4.409,3	108,5	3,0	566,0	9,2	349,4	5,3	3.493,9	1,8
2010 Ene	4.241,8	108,7	2,9	516,7	8,3	339,2	5,3	3.385,9	1,9
2010 Feb	4.160,3	108,7	3,0	499,3	8,3	337,8	5,4	3.323,3	2,0
2010 Mar	4.473,4	109,0	2,8	543,6	7,5	363,8	5,4	3.566,0	1,8
2010 Abr	4.408,1	109,0	2,7	508,4	7,1	344,2	5,4	3.555,5	1,7
2010 May	4.092,5	109,1	2,4	445,9	6,3	321,3	5,3	3.325,3	1,5
2010 Jun	4.054,9	109,3	1,9	446,6	5,7	314,3	4,4	3.294,0	1,0
2010 Jul	4.255,7	109,4	1,7	519,9	5,1	336,8	4,5	3.399,0	0,9
2010 Ago	4.120,4	109,4	1,7	479,3	5,1	313,1	4,1	3.327,9	1,0
2010 Sep	4.344,4	109,4	1,7	487,0	5,1	325,4	4,0	3.531,9	0,9
2010 Oct	4.529,9	109,8	1,8	514,4	7,3	332,4	4,0	3.683,1	0,8
2010 Nov	4.408,3	110,0	1,7	437,8	6,8	311,3	3,8	3.659,2	0,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

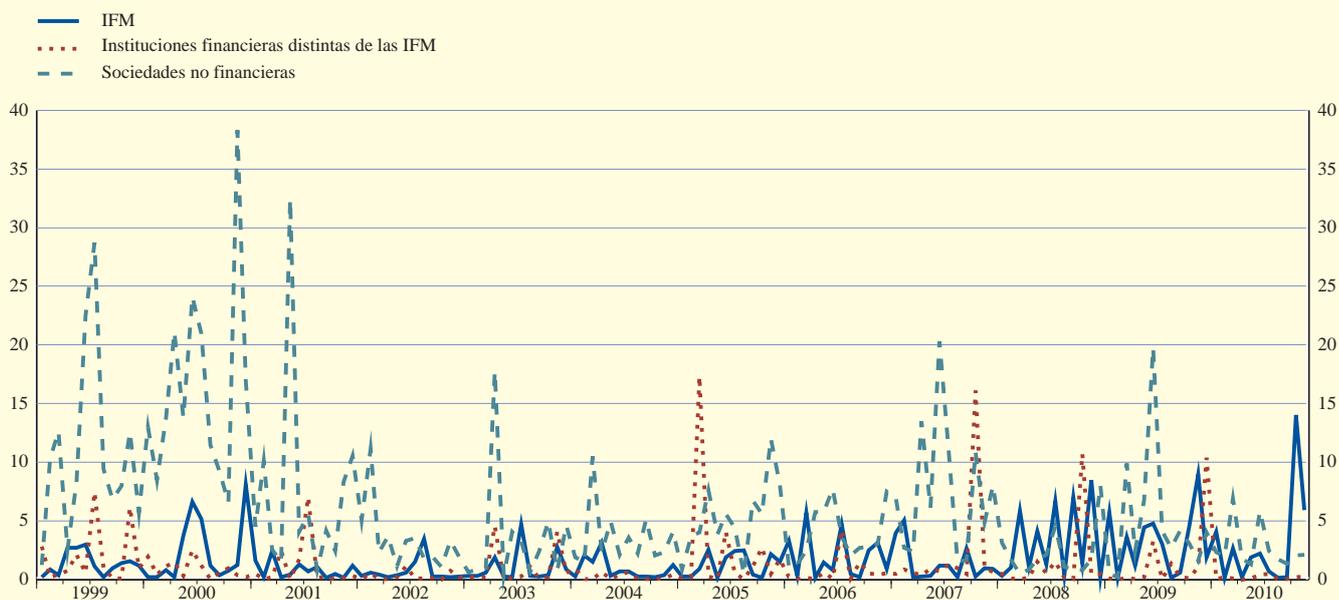
(mm de euros; valores de mercado)

##### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2008 Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	4,0
Ago	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
Oct	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	0,2	2,8
Nov	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dic	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Feb	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mar	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
Abr	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
May	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Jun	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Jul	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,4	2,4	0,8	1,6
Ago	1,7	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2	0,6
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	1,1	15,2	14,0	0,0	14,0	0,2	0,0	0,2	2,0	1,1	1,0
Nov	8,2	1,0	7,3	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	0,9	1,2

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

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



Fuente: BCE.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

##### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras						Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo					
	1	Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	7	Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	11		
2009 Dic	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,54	0,64		
2010 Ene	0,43	1,74	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,46	0,53		
Feb	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53		
Mar	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,79	2,73	2,35	0,50		
Abr	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58		
May	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,78	2,26	0,52		
Jun	0,43	2,16	2,26	2,47	1,41	1,96	0,43	0,89	1,85	2,29	0,66		
Jul	0,43	2,31	2,59	2,36	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,22	0,74		
Ago	0,43	2,21	2,54	2,35	1,50	1,91	0,45	1,01	2,01	2,22	0,70		
Sep	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71		
Oct	0,44	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,50	1,18	2,36	2,53	0,94		
Nov	0,44	2,34	2,67	2,66	1,54	1,83	0,49	1,16	2,35	2,43	0,89		

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

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos tarjetas crédito de pago único contado y pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años				
2009 Dic	8,99	6,43	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 Ene	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,12	4,45	4,46
Feb	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,16	4,48	4,74
Mar	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
Abr	8,77	6,78	6,12	7,92	7,67	2,62	3,71	4,18	4,12	3,68	3,06	4,32	4,53
May	8,77	6,69	6,14	7,84	7,62	2,58	3,64	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50
Jun	8,80	5,18	6,14	7,74	7,11	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,00	4,22	4,27
Jul	8,74	5,48	6,22	7,77	7,32	2,66	3,60	3,94	3,84	3,64	3,15	4,29	4,27
Ago	8,72	5,38	6,26	7,87	7,35	2,83	3,63	3,95	3,81	3,76	3,34	4,52	4,14
Sep	8,74	5,52	6,18	7,87	7,31	2,75	3,57	3,84	3,74	3,62	3,32	4,35	4,07
Oct	8,66	5,36	6,03	7,71	7,15	2,76	3,57	3,78	3,69	3,61	3,36	4,43	4,21
Nov	8,61	5,40	6,08	7,68	7,17	2,81	3,55	3,77	3,71	3,66	3,57	4,38	4,19

##### 3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos de tarjetas de crédito de pago único contado y de pago aplazado <sup>3)</sup>	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
2009 Dic	4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene	4,05	3,25	4,20	3,99	2,02	2,88	3,65
Feb	4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
Mar	3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
Abr	3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,72	3,45
May	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,84	3,41
Jun	3,70	3,25	4,11	3,80	2,17	2,86	3,37
Jul	3,70	3,27	4,27	3,95	2,26	2,85	3,19
Ago	3,75	3,38	4,19	3,84	2,28	2,92	3,65
Sep	3,80	3,34	4,13	3,78	2,26	2,72	3,51
Oct	3,83	3,42	4,19	3,82	2,33	2,94	3,46
Nov	3,85	3,55	4,31	3,84	2,42	3,04	3,57

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, coinciden las nuevas operaciones y los saldos vivos. Fin de período. A partir de junio de 2010 puede que los datos no sean plenamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).
- En esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes.
- La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

**4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro <sup>1),\*</sup>**

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Dic	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21
2010 Ene	0,43	2,19	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
Feb	0,42	2,14	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
Mar	0,42	2,12	2,74	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
Abr	0,41	2,12	2,74	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16
May	0,40	2,12	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,22	1,14
Jun	0,43	2,13	2,72	1,41	1,96	0,43	1,46	3,12	1,24
Jul	0,43	2,15	2,73	1,40	1,93	0,45	1,54	3,15	1,24
Ago	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,57	3,12	1,25
Sep	0,43	2,20	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
Oct	0,44	2,22	2,70	1,54	1,82	0,50	1,68	3,07	1,29
Nov	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,49	1,69	3,11	1,32

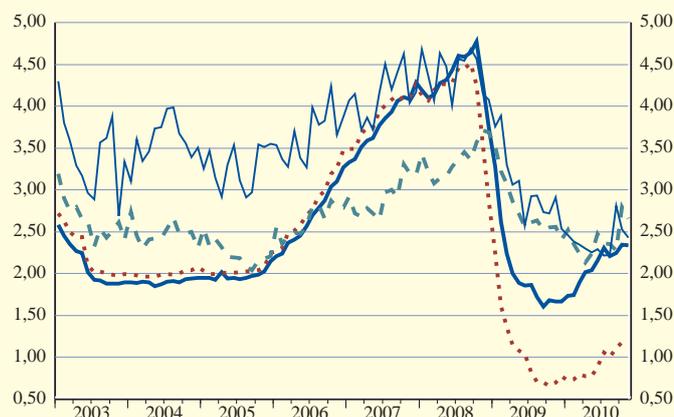
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Dic	4,07	4,11	4,07	7,55	6,57	5,42	3,46	3,35	3,50
2010 Ene	3,99	4,05	3,99	7,51	6,52	5,37	3,47	3,31	3,45
Feb	4,03	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
Mar	3,98	4,04	3,98	7,43	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
Abr	3,89	4,01	3,92	7,38	6,50	5,29	3,42	3,21	3,33
May	3,87	3,97	3,89	7,40	6,45	5,29	3,40	3,20	3,31
Jun	3,79	3,96	3,84	7,61	6,48	5,21	3,29	3,22	3,30
Jul	3,73	3,93	3,82	7,70	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
Ago	3,79	3,89	3,81	7,74	6,46	5,20	3,37	3,28	3,34
Sep	3,83	3,88	3,83	7,83	6,46	5,21	3,42	3,29	3,38
Oct	3,80	3,86	3,83	7,79	6,45	5,20	3,48	3,34	3,38
Nov	3,77	3,85	3,84	7,68	6,45	5,22	3,50	3,39	3,41

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

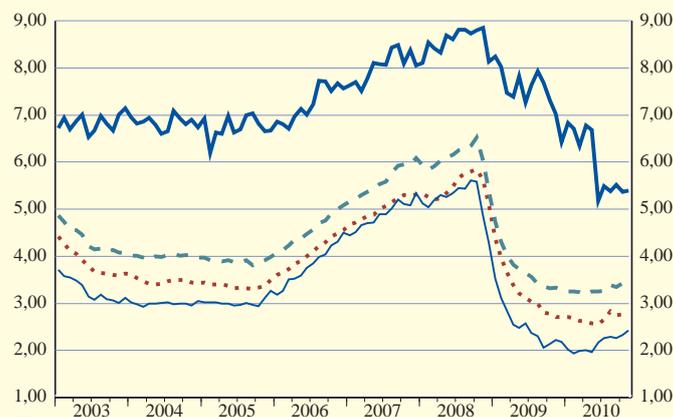
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



**G22 Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

\* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas con ellos, véase la página S42.

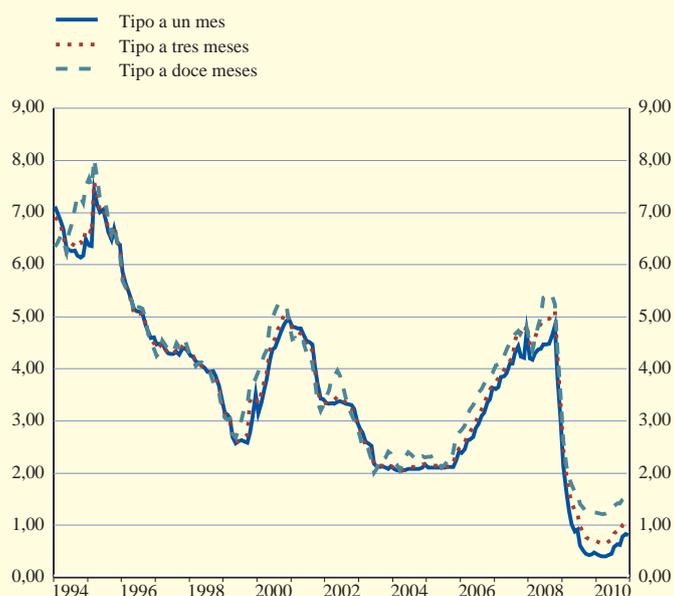
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2009 IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 I	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
II	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
III	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
IV	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2009 Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
Mar	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
Abr	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
May	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
Jun	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
Jul	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24
Ago	0,43	0,64	0,90	1,15	1,42	0,36	0,24
Sep	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
Oct	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
Nov	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
Dic	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18

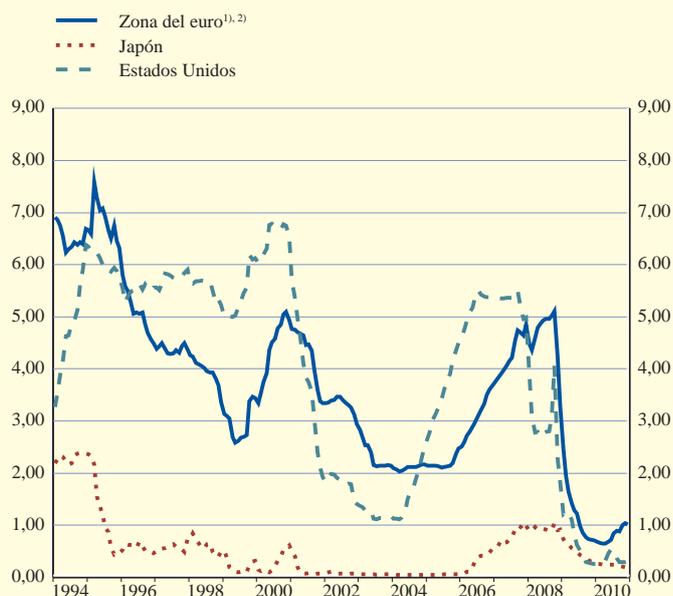
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(medias mensuales; porcentaje)



#### G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

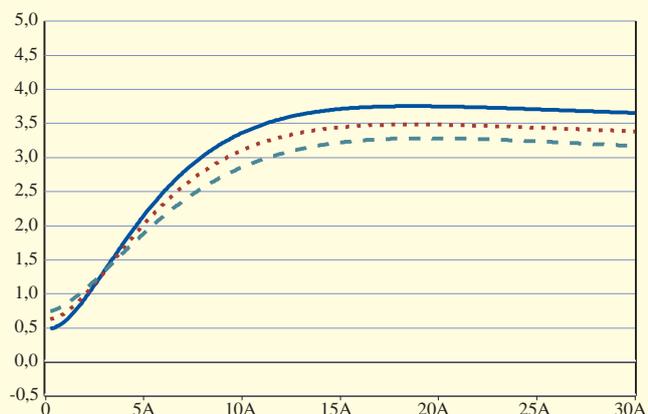
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2009 IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 I	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
II	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
III	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
IV	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2009 Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
Mar	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
Abr	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
May	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
Jun	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
Jul	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43
Ago	0,43	0,45	0,62	1,47	1,97	2,48	2,05	1,85	0,55	1,09	2,87	3,70
Sep	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
Oct	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
Nov	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
Dic	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69

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

(porcentaje; fin de período)

— Diciembre 2010  
- - - Noviembre 2010  
- - - Octubre 2010



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

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

— Tipo a un año (escala izquierda)  
- - - Tipo a diez años (escala izquierda)  
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses (escala derecha)  
— Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años (escala derecha)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales con calificación AAA.

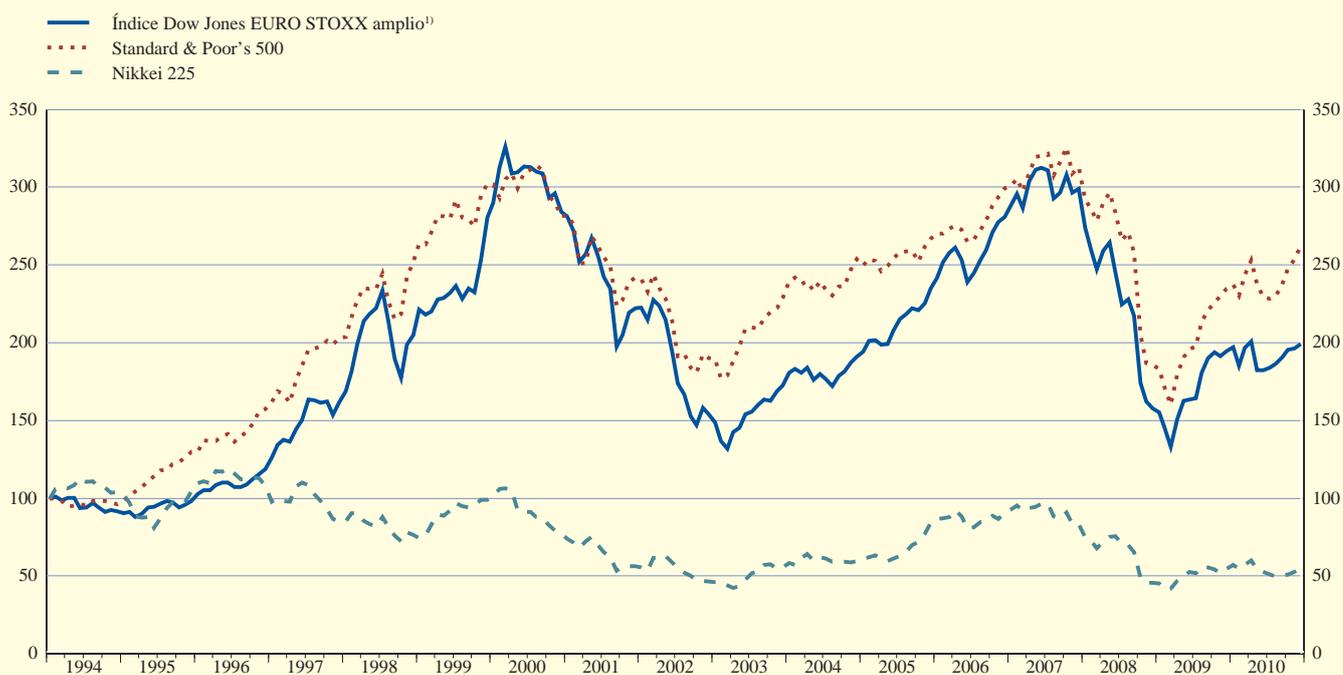
## 4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2009 IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2010 I	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
II	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
III	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
IV	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2009 Dic	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
Mar	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
Abr	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
May	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
Jun	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
Jul	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8
Ago	258,9	2.712,2	441,5	163,2	315,6	296,0	183,7	324,9	206,8	328,5	392,2	383,1	1.087,3	9.268,2
Sep	264,6	2.766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1.122,1	9.346,7
Oct	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
Nov	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
Dic	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5

## G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>		
	Índice: 2005 = 100	Total			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 <sup>3)</sup>	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	89,0	11,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7	
2009 III	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2	
IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8	
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,0	0,7	0,1	3,0	0,3	1,2	0,4	
II	110,0	1,5	0,8	1,7	1,2	0,6	0,3	0,7	0,2	3,9	0,3	1,5	1,4	
III	109,9	1,7	1,0	1,9	1,4	0,4	0,5	0,7	0,2	0,0	0,5	1,7	2,1	
2010 Jul	109,7	1,7	1,0	2,0	1,4	0,2	0,1	0,5	0,1	0,0	0,2	1,7	2,0	
Ago	109,9	1,6	1,0	1,7	1,4	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,2	1,5	2,1	
Sep	110,1	1,8	1,0	2,1	1,4	0,1	0,0	0,2	0,1	0,3	0,1	1,7	2,1	
Oct	110,5	1,9	1,1	2,3	1,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,6	0,1	1,9	2,4	
Nov	110,6	1,9	1,1	2,3	1,3	0,2	0,2	0,4	0,2	0,8	0,0	1,8	2,4	
Dic <sup>4)</sup>	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total <sup>3)</sup>	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2009 III	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
IV	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2010 I	0,0	0,6	-0,8	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
II	0,7	0,8	0,7	2,2	0,3	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
III	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,7	1,3	2,5	-0,8	1,1	1,5
2010 Jun	0,9	0,9	0,9	1,8	0,4	6,2	1,8	1,5	2,3	-1,1	1,0	1,5
Jul	1,3	0,9	1,9	2,4	0,5	8,1	1,7	1,3	2,7	-0,9	1,0	1,5
Ago	1,5	1,0	2,4	1,8	0,4	6,1	1,7	1,3	2,5	-0,5	1,1	1,6
Sep	1,6	1,0	2,5	2,3	0,6	7,7	1,7	1,3	2,4	-0,9	1,1	1,5
Oct	1,7	1,2	2,4	2,6	0,7	8,5	1,6	1,3	1,9	-1,0	1,3	1,5
Nov	1,8	1,3	2,7	2,6	0,8	7,9	1,7	1,3	2,0	-0,8	1,2	1,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Ponderaciones utilizadas en 2010.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Total	Industria manufac- turera	Bienes intermedios			Bienes de consumo						
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Duradero	No duradero				
% del total <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,4	1,4	1,4	13,5	4,7	6,6	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,2	4,6	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,3	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9	
2009 III	108,0	-7,9	-7,4	-4,2	-7,5	-0,1	-2,7	1,0	-3,2	-18,3	-1,7	-3,9	
IV	108,4	-4,7	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,5	0,4	-2,8	-9,5	-0,3	-1,5	
2010 I	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,3	
II	111,4	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	1,8	
III	112,2	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,8	2,5	2,5	
2010 Jun	111,8	3,1	3,6	1,9	4,3	0,4	0,2	0,8	0,1	6,2	-	-	
Jul	112,1	4,0	3,8	2,1	4,5	0,6	0,4	1,0	0,3	9,6	-	-	
Ago	112,2	3,6	3,3	2,3	4,7	0,7	0,5	1,1	0,4	7,4	-	-	
Sep	112,5	4,3	4,0	2,6	5,1	0,7	0,8	1,2	0,7	9,4	-	-	
Oct	112,9	4,4	4,1	2,9	5,5	0,8	1,2	1,3	1,2	8,8	-	-	
Nov	113,3	4,5	4,3	3,0	5,8	0,8	1,5	1,4	1,5	8,8	-	-	

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto<sup>1)</sup>

	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones <sup>7)</sup>	Impor- taciones <sup>7)</sup>	
		Ponderados <sup>5)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>6)</sup> por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- tación	No alimen- tación	Total	Alimen- tación	No alimen- tación			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,7	5,8	37,9	24,5	6,0	38,3	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8	
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	116,4	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,6	1,3	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	118,8	2,0	2,6	2,7	2,6	2,3	2,6	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	119,9	0,9	0,0	-0,2	2,1	-0,7	-3,2	-5,7	
2009 III	48,1	-18,5	-12,5	-21,4	-18,7	-15,1	-21,3	120,0	0,8	-0,7	-0,8	2,5	-1,6	-4,2	-8,2	
IV	51,2	3,1	5,7	1,8	2,4	-1,0	5,0	120,0	0,3	0,0	0,2	1,5	-0,9	-2,3	-3,3	
2010 I	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,4	0,5	0,1	1,3	1,6	0,2	2,5	1,6	
II	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,8	0,9	1,0	2,0	1,9	1,5	5,0	5,5	
III	59,6	51,6	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,3	1,1	1,4	2,3	1,3	2,0	5,1	5,9	
2010 Jul	58,9	52,5	26,0	67,5	47,4	32,0	60,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ago	59,9	47,6	26,7	58,5	46,2	39,5	51,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sep	59,8	54,7	36,8	63,7	54,8	52,2	56,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Oct	60,2	47,5	34,8	53,9	50,3	52,4	48,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
Nov	63,1	48,1	33,9	55,5	47,1	43,9	49,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
Dic	69,6	49,4	38,9	54,8	48,4	48,8	48,2	-	-	-	-	-	-	-	-	

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

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

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

3) En 2005.

4) Brent (para entrega en un mes).

5) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

7) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 4. Costes laborales unitarios, remuneración al factor trabajo y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>									
2008	115,6	3,5	0,9	5,3	4,2	2,5	3,2	2,6	
2009	120,1	3,9	-1,8	9,6	1,6	5,2	0,9	2,8	
2009 IV	119,9	1,4	-0,7	1,1	2,1	2,7	0,6	2,0	
2010 I	119,8	-0,5	0,1	-6,5	2,1	-0,2	1,0	1,2	
II	119,5	-0,6	0,8	-6,5	2,3	-1,0	1,3	1,7	
III	119,4	-0,5	2,2	-4,2	1,9	-0,5	1,8	0,2	
Remuneración por asalariado									
2008	121,5	3,2	3,7	3,0	5,1	2,6	2,7	3,3	
2009	123,4	1,5	2,6	0,4	2,3	1,7	1,4	2,5	
2009 IV	124,2	1,4	2,4	0,6	2,0	1,4	1,8	2,1	
2010 I	124,5	1,5	1,5	2,6	0,1	1,6	2,1	1,1	
II	125,4	1,9	2,1	4,0	1,3	1,4	1,3	1,5	
III	125,7	1,5	1,7	3,5	1,6	1,8	1,6	0,2	
Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>2)</sup>									
2008	105,2	-0,3	2,7	-2,1	0,9	0,1	-0,5	0,7	
2009	102,8	-2,3	4,4	-8,4	0,7	-3,4	0,5	-0,2	
2009 IV	103,6	0,0	3,1	-0,5	-0,1	-1,2	1,1	0,1	
2010 I	103,9	2,1	1,4	9,7	-1,9	1,8	1,0	-0,2	
II	104,9	2,5	1,3	11,2	-1,0	2,4	0,1	-0,1	
III	105,3	2,1	-0,4	8,1	-0,3	2,3	-0,2	0,0	
Remuneración por hora trabajada									
2008	123,8	3,1	2,5	3,6	4,5	2,7	2,4	3,1	
2009	127,8	3,2	4,0	4,6	4,4	2,7	2,6	2,9	
2009 IV	128,2	2,2	3,9	1,7	4,1	1,9	2,4	2,3	
2010 I	128,4	0,9	4,4	0,2	0,1	1,0	1,7	0,6	
II	129,0	1,1	3,1	0,1	1,6	1,1	0,9	1,2	
III	129,1	0,7	1,5	0,2	2,5	1,3	1,1	-0,2	
Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>2)</sup>									
2008	108,0	-0,2	2,9	-1,6	0,5	0,4	-0,8	0,4	
2009	107,1	-0,8	4,9	-4,8	2,3	-2,4	1,9	0,1	
2009 IV	107,6	0,6	4,0	0,5	1,1	-0,9	1,9	0,2	
2010 I	107,8	1,4	3,6	7,2	-2,4	1,0	0,8	-0,7	
II	108,6	1,8	2,9	7,2	-1,3	1,8	-0,2	-0,5	
III	108,8	1,3	1,3	4,5	-0,4	1,5	-0,6	-0,4	

### 5. Índices de costes laborales <sup>3)</sup>

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

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por factor trabajo (ocupados y horas trabajadas).

3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.

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

5) En 2008.

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2006	8.564,8	8.466,7	4.876,1	1.733,4	1.832,8	24,4	98,1	3.454,9	3.356,8
2007	9.021,7	8.886,9	5.074,9	1.803,2	1.969,5	39,2	134,8	3.735,1	3.600,3
2008	9.239,6	9.143,7	5.234,4	1.893,0	1.994,7	21,7	96,0	3.862,6	3.766,7
2009	8.952,2	8.836,1	5.168,7	1.979,1	1.756,6	-68,4	116,2	3.248,9	3.132,8
2009 III	2.241,3	2.206,0	1.290,0	499,1	434,1	-17,2	35,3	814,3	779,0
IV	2.246,9	2.205,7	1.299,5	497,3	430,0	-21,0	41,2	837,9	796,6
2010 I	2.262,2	2.235,0	1.310,8	502,7	430,7	-9,2	27,2	873,9	846,7
II	2.293,1	2.270,4	1.324,3	505,5	443,1	-2,5	22,7	926,4	903,7
III	2.310,5	2.279,2	1.332,1	507,7	443,7	-4,3	31,3	952,7	921,4
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,7	57,7	22,1	19,6	-0,8	1,3	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados <sup>3)</sup> )								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 III	0,4	0,3	-0,2	0,5	-1,2	-	-	2,2	2,1
IV	0,2	-0,1	0,3	-0,1	-1,2	-	-	2,0	1,2
2010 I	0,4	0,9	0,3	0,1	-0,4	-	-	2,6	4,2
II	1,0	0,9	0,2	0,1	2,0	-	-	4,4	4,3
III	0,3	0,2	0,1	0,4	-0,3	-	-	1,9	1,5
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,1	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,6	1,7	2,3	4,7	-	-	6,3	5,8
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,4	-11,4	-	-	-13,2	-11,9
2009 III	-4,0	-3,3	-1,2	2,6	-12,0	-	-	-13,7	-12,3
IV	-2,0	-2,8	-0,4	1,7	-9,6	-	-	-5,3	-7,1
2010 I	0,8	0,4	0,4	1,1	-5,0	-	-	5,7	4,8
II	2,0	2,1	0,6	0,6	-0,8	-	-	11,7	12,4
III	1,9	1,9	1,0	0,4	0,2	-	-	11,3	11,7
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2009 III	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,6	0,0	-	-
IV	0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
2010 I	0,4	0,9	0,2	0,0	-0,1	0,7	-0,5	-	-
II	1,0	0,9	0,1	0,0	0,4	0,4	0,1	-	-
III	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,2	0,2	-	-
2007	2,8	2,6	1,0	0,5	1,0	0,2	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
2009 III	-4,0	-3,2	-0,7	0,5	-2,6	-0,5	-0,8	-	-
IV	-2,0	-2,8	-0,2	0,4	-2,0	-0,8	0,7	-	-
2010 I	0,8	0,5	0,3	0,2	-1,0	1,0	0,3	-	-
II	2,0	2,0	0,4	0,1	-0,2	1,7	-0,1	-	-
III	1,9	1,9	0,5	0,1	0,0	1,2	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluye las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	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
<b>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</b>								
2006	7.650,4	140,2	1.561,9	479,2	1.599,6	2.138,7	1.730,8	914,4
2007	8.062,9	152,2	1.650,8	511,6	1.673,9	2.273,2	1.801,1	958,8
2008	8.294,6	147,1	1.649,1	528,5	1.730,9	2.355,8	1.883,3	945,0
2009	8.060,1	132,1	1.436,1	507,4	1.666,0	2.361,7	1.956,9	892,2
2009 III	2.018,8	32,2	361,4	125,8	416,9	591,3	491,3	222,5
IV	2.021,6	32,7	363,1	124,1	416,5	593,0	492,1	225,3
2010 I	2.036,6	34,4	369,4	122,1	419,2	594,2	497,2	225,6
II	2.058,9	35,0	377,6	124,0	424,3	597,6	500,5	234,1
III	2.069,1	35,7	378,8	123,9	427,6	602,7	500,4	241,4
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,3	20,7	29,3	24,3	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados <sup>1)</sup>)</b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 III	0,4	0,3	2,0	-1,8	0,0	0,2	0,2	0,6
IV	0,1	-0,7	0,6	-1,7	0,0	0,1	0,3	1,0
2010 I	0,6	1,5	2,0	-1,6	0,5	0,4	0,3	-1,7
II	0,8	-0,7	2,0	0,8	0,8	0,7	0,2	2,5
III	0,3	-1,2	0,4	-0,7	0,2	0,5	0,3	0,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	-0,2	3,7	2,8	2,9	4,1	1,5	3,2
2007	3,1	1,4	3,2	2,4	3,6	4,0	1,7	0,8
2008	0,7	0,9	-2,2	-1,2	1,3	1,7	1,9	-1,3
2009	-4,2	2,1	-13,3	-5,9	-5,0	-1,6	1,1	-2,9
2009 III	-4,1	2,4	-12,9	-5,9	-5,1	-1,5	1,0	-2,8
IV	-2,3	1,6	-6,8	-5,8	-3,3	-0,8	1,2	-0,1
2010 I	0,9	0,6	3,6	-6,6	0,4	0,9	1,3	0,1
II	1,9	0,5	6,8	-4,2	1,4	1,4	1,1	2,3
III	1,9	-1,0	5,2	-3,1	1,6	1,8	1,2	2,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2009 III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
IV	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
2010 I	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	-
II	0,8	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,1	-
III	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,1	0,0	0,7	0,2	0,7	1,1	0,4	-
2008	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,4	0,3	-
2009 III	-4,1	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,4	0,2	-
IV	-2,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,2	0,3	-
2010 I	0,9	0,0	0,6	-0,4	0,1	0,3	0,3	-
II	1,9	0,0	1,2	-0,3	0,3	0,4	0,3	-
III	1,9	0,0	0,9	-0,2	0,3	0,5	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,8	6,6	2,4	1,3	2,5	-0,9	1,3
2008	-2,6	106,3	-1,8	-1,9	-2,0	-3,5	-0,2	-2,1	-5,7	-1,5	0,3	-5,5
2009	-13,8	90,5	-14,9	-15,9	-16,0	-19,2	-20,8	-5,0	-17,4	-3,0	-5,3	-8,3
2009 IV	-7,4	92,2	-7,4	-8,0	-8,1	-6,7	-13,8	-2,7	-10,1	-1,5	-3,6	-6,1
2010 I	1,8	94,3	4,7	4,9	4,9	8,0	2,5	3,1	0,0	3,5	3,2	-10,0
II	6,1	96,6	9,0	9,2	9,3	13,9	8,9	3,7	4,9	3,5	5,4	-3,9
III	3,8	97,6	7,0	7,7	7,8	9,4	9,8	3,3	3,8	3,2	1,5	-8,0
2010 Jun	6,9	96,9	8,2	8,8	8,8	11,8	8,9	4,3	7,7	3,8	3,4	1,9
Jul	4,1	97,0	7,4	7,8	8,0	9,7	9,5	3,9	5,0	3,7	2,2	-7,8
Ago	4,9	98,2	8,5	9,5	9,6	11,5	12,4	4,4	6,7	4,2	1,1	-8,8
Sep	2,7	97,5	5,6	6,1	6,2	7,6	8,3	1,7	1,0	1,8	1,2	-7,7
Oct	4,4	98,3	7,1	7,7	7,9	7,8	12,2	3,3	2,0	3,4	1,2	-5,9
Nov	.	99,4	7,4	7,7	7,7	7,9	12,0	2,4	-0,1	2,7	4,9	.
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>											
2010 Jun	0,9	-	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,4	0,1	-0,7	0,3	-1,7	2,0
Jul	-1,3	-	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,4	0,1	-0,6	0,2	0,2	-3,6
Ago	0,8	-	1,2	1,2	1,1	1,6	3,3	0,0	1,5	-0,1	-0,2	-0,3
Sep	-0,5	-	-0,7	-1,0	-0,5	-0,9	-1,0	-0,8	-2,2	-0,5	-1,1	-1,6
Oct	0,7	-	0,7	0,9	1,0	0,3	1,7	0,4	0,0	0,4	1,0	0,3
Nov	.	-	1,2	0,9	0,2	1,6	1,4	0,0	0,1	0,0	1,5	.

### 4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) <sup>3)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar			
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	119,8	8,6	114,9	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,1	3,1	968	-0,8
2008	113,0	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,8
2009	87,5	-22,7	95,4	-18,5	-2,8	101,5	-1,9	-1,7	-2,0	-1,3	-4,0	926	3,4
2009 IV	92,1	-2,7	97,4	-9,2	-1,6	101,8	-0,7	-0,5	-0,8	0,4	-1,1	963	17,9
2010 I	95,0	13,8	100,9	6,3	0,8	102,3	0,9	1,5	0,8	3,5	0,7	892	7,4
II	102,4	22,6	104,2	12,2	1,2	102,5	1,0	0,3	1,6	-0,3	2,9	822	-12,7
III	105,8	16,0	105,9	10,1	2,3	103,0	1,9	0,7	2,9	5,3	1,5	823	-17,0
2010 Jun	105,4	22,5	105,9	13,8	2,0	102,8	1,7	0,8	2,5	0,7	3,6	845	-13,1
Jul	103,7	12,2	104,9	7,5	2,2	102,9	1,6	2,2	1,5	4,7	0,8	782	-18,4
Ago	109,1	24,7	107,5	14,9	2,2	103,1	1,9	-1,1	4,5	7,7	2,9	829	-20,5
Sep	104,6	13,5	105,2	9,1	2,4	103,0	2,0	1,0	2,9	4,0	0,9	856	-12,8
Oct	106,1	14,8	107,5	8,4	2,3	103,2	1,8	1,4	2,1	2,0	0,4	796	-14,9
Nov	.	.	.	.	1,2	102,3	0,3	-0,1	0,6	.	.	871	-10,4
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2010 Jul	-	-1,6	-	-1,0	0,1	-	0,1	0,6	-0,2	2,2	-1,1	-	-7,5
Ago	-	5,2	-	2,5	0,2	-	0,2	-0,9	1,0	0,5	1,0	-	6,0
Sep	-	-4,2	-	-2,1	-0,1	-	-0,1	0,4	-0,5	-1,2	-0,8	-	3,2
Oct	-	1,4	-	2,2	0,3	-	0,2	0,4	0,0	0,1	-0,1	-	-7,0
Nov	-	.	-	.	-0,8	-	-0,9	-0,9	-0,8	.	.	-	9,4

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

1) En 2005.

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

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

## 5.2 Producto y demanda

(saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea <sup>2)</sup>

	Indicador de clima económico <sup>3)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>4)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2010	100,8	-5	-25	1	11	.	-14	-5	-12	31	-8
2009 IV	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 I	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
II	99,3	-6	-28	0	9	76,3	-17	-6	-18	34	-9
III	102,2	-3	-19	0	10	77,4	-12	-6	-11	23	-8
IV	105,0	2	-11	0	16	.	-10	-5	-9	21	-7
2010 Jul	101,1	-4	-21	0	9	77,2	-14	-7	-14	27	-9
Ago	102,3	-3	-18	0	10	-	-11	-5	-9	23	-8
Sep	103,2	-2	-16	0	12	-	-11	-5	-11	20	-8
Oct	103,8	0	-13	1	14	77,6	-11	-6	-10	22	-6
Nov	105,1	1	-12	0	15	-	-9	-5	-7	20	-6
Dic	106,2	4	-7	0	18	-	-11	-6	-9	21	-8

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2010	-27	-38	-16	-3	-4	8	2	5	3	5	8
2009 IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 I	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
II	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
III	-28	-40	-16	-3	-4	7	3	7	5	8	8
IV	-26	-36	-16	1	1	8	9	9	9	9	10
2010 Jul	-29	-42	-16	-4	-6	7	1	7	5	9	6
Ago	-29	-38	-19	-3	-5	7	1	7	6	8	8
Sep	-26	-39	-13	-1	-3	6	6	8	5	8	10
Oct	-25	-35	-15	-1	0	10	7	8	7	7	11
Nov	-26	-36	-16	-2	-5	8	8	10	9	11	10
Dic	-26	-36	-16	5	8	6	13	10	9	10	10

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) A partir de mayo de 2010, los datos hacen referencia a la nueva versión de la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Unión Europea («NACE Revisión 2»).
- 3) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período comprendido entre 1990 y 2008.
- 4) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 1. Empleo en términos de personas ocupadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,4	14,6	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	146,831	1,8	2,0	0,6	-1,7	0,3	3,6	1,9	4,3	1,3
2008	147,963	0,8	1,0	-0,4	-1,7	0,0	-2,1	1,2	2,1	1,2
2009	145,227	-1,8	-1,8	-2,2	-2,2	-5,3	-6,6	-1,7	-2,1	1,4
2009 IV	144,454	-2,1	-2,1	-1,9	-1,5	-6,4	-5,7	-2,1	-1,9	1,1
2010 I	144,486	-1,2	-1,3	-0,5	-0,7	-5,5	-4,7	-1,4	-0,2	1,5
II	144,597	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-4,0	-3,3	-1,0	1,3	1,3
III	144,549	-0,1	0,0	-1,0	-0,6	-2,7	-2,8	-0,6	2,0	1,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2009 IV	-0,287	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	-1,2	-0,5	-0,5	0,2	0,3
2010 I	0,031	0,0	0,0	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-0,1	0,5	0,5
II	0,111	0,1	0,2	-0,7	-1,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,0	0,2
III	-0,047	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,2

### 2. Empleo en términos de horas trabajadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	80,5	19,5	5,0	17,1	8,5	26,9	15,7	26,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	237.118,9	1,7	2,0	0,7	-2,4	0,6	3,6	1,9	4,4	1,0
2008	238.672,4	0,7	1,0	-0,7	-1,9	-0,5	-1,8	0,9	2,5	1,4
2009	230.835,9	-3,3	-3,4	-2,9	-2,6	-8,9	-8,0	-2,7	-3,4	1,1
2009 IV	57.575,5	-2,7	-2,8	-2,0	-2,3	-7,2	-6,8	-2,4	-2,6	1,0
2010 I	57.644,9	-0,6	-0,7	-0,2	-2,9	-3,3	-4,3	-0,6	0,0	2,0
II	57.823,8	0,2	0,3	-0,3	-2,3	-0,4	-2,9	-0,4	1,6	1,7
III	57.902,9	0,6	0,8	0,0	-2,3	0,7	-2,8	0,1	2,4	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2009 IV	35,9	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,7	0,3
2010 I	69,4	0,1	0,1	0,2	-1,3	0,0	-0,9	0,0	0,2	0,8
II	178,9	0,3	0,4	-0,1	-0,2	0,6	0,0	0,1	0,9	0,2
III	79,1	0,1	0,2	-0,2	-0,8	0,4	-1,2	0,1	0,5	0,3

### 3. Horas trabajadas por persona ocupada

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (miles)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,615	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2
2008	1,613	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,5	0,4	-0,3	0,3	0,2
2009	1,589	-1,5	-1,6	-0,7	-0,4	-3,8	-1,6	-1,0	-1,3	-0,3
2009 IV	0,399	-0,6	-0,8	0,0	-0,9	-0,9	-1,1	-0,3	-0,7	-0,1
2010 I	0,399	0,6	0,6	0,3	-2,2	2,3	0,5	0,8	0,2	0,5
II	0,400	0,8	0,8	0,6	-1,6	3,7	0,3	0,6	0,3	0,4
III	0,401	0,8	0,8	0,9	-1,7	3,5	0,0	0,7	0,4	0,4

Fuente: Eurostat.

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

2) En 2009.

### 5.3 Mercado de trabajo

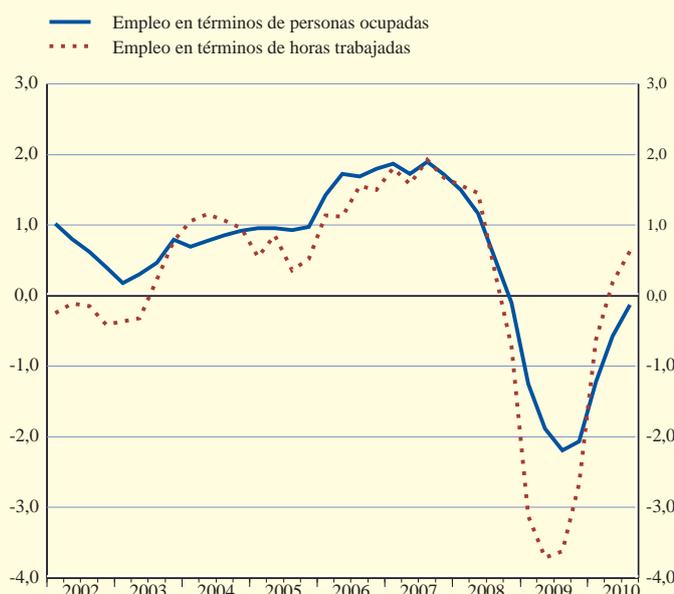
#### 4. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

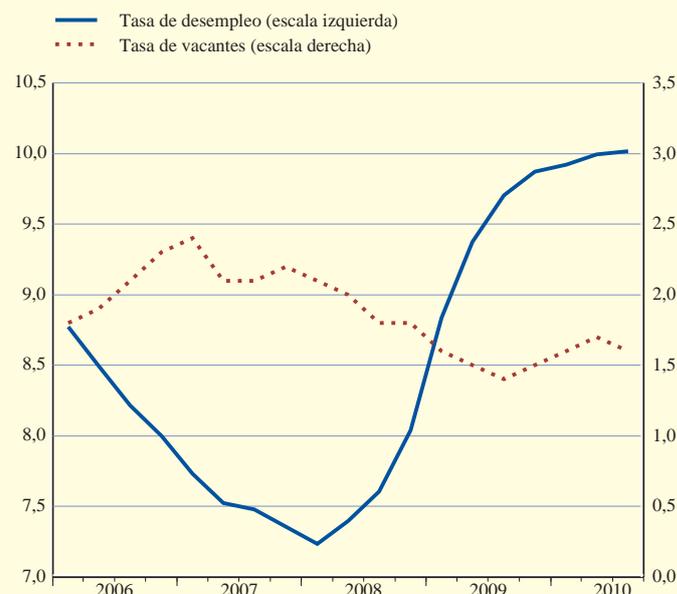
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total <sup>5)</sup>	100,0		78,3		21,7		53,8		46,2		% total puestos de trabajo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	12,901	8,4	10,070	7,4	2,831	16,5	6,398	7,5	6,503	9,5	2,0
2007	11,706	7,5	9,142	6,6	2,563	15,1	5,753	6,7	5,953	8,6	2,2
2008	11,906	7,6	9,269	6,6	2,636	15,5	6,001	6,9	5,904	8,4	1,9
2009	14,905	9,4	11,670	8,3	3,235	19,5	8,027	9,3	6,878	9,6	1,5
2009 III	15,313	9,7	11,990	8,5	3,323	20,1	8,283	9,6	7,029	9,8	1,4
IV	15,568	9,9	12,293	8,7	3,275	20,1	8,465	9,8	7,102	9,9	1,5
2010 I	15,649	9,9	12,397	8,8	3,252	20,1	8,479	9,8	7,170	10,0	1,6
II	15,789	10,0	12,547	8,8	3,242	20,2	8,509	9,9	7,281	10,2	1,7
III	15,831	10,0	12,627	8,9	3,203	20,1	8,509	9,9	7,321	10,2	1,6
2010 Jun	15,780	10,0	12,576	8,9	3,205	20,0	8,501	9,9	7,280	10,1	-
Jul	15,816	10,0	12,631	8,9	3,185	20,0	8,485	9,8	7,332	10,2	-
Ago	15,809	10,0	12,620	8,9	3,188	20,1	8,526	9,9	7,282	10,1	-
Sep	15,867	10,0	12,630	8,9	3,237	20,3	8,517	9,9	7,350	10,2	-
Oct	15,963	10,1	12,660	8,9	3,303	20,5	8,603	10,0	7,360	10,2	-
Nov	15,924	10,1	12,588	8,9	3,336	20,7	8,582	9,9	7,342	10,2	-

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

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2)</sup>



Fuente: Eurostat.

- Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.
- En 2009.



## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2	
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,1
2003	45,0	44,3	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,8	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,4
2007	45,4	45,1	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,5
2008	45,0	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,2	0,3	41,1
2009	44,6	44,2	11,4	9,3	1,9	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,5

#### 2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2
2001	47,5	43,6	10,3	4,8	3,8	24,7	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,7
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,5	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,0	43,2	10,1	5,1	3,0	24,9	22,0	1,6	0,4	3,8	2,6	1,3	0,0	44,0
2009	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,3	1,8	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0

#### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Admone. Centrales	Admone. Regionales	Admone. Locales	Admone. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,1	0,1	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,1	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,1	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,2	10,8	5,6	5,8	2,0	2,3	8,8	13,4

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

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	0,2	-1,6	2,4	2,9	-5,7	2,0	-2,3	-3,4	-1,2	1,4	-2,7	0,5	-1,5	-4,1	-1,3	-3,2	4,0
2007	-0,3	0,3	2,5	0,0	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,3	0,2	-0,4	-2,8	0,0	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,4	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,8	0,6	-0,5	-2,9	-1,8	-2,1	4,2
2009	-6,0	-3,0	-1,7	-14,4	-15,4	-11,1	-7,5	-5,3	-6,0	-0,7	-3,8	-5,4	-3,5	-9,3	-5,8	-7,9	-2,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,3
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,1	20,7	11,0	10,4	26,1
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,6	19,5	10,5	10,6	27,3
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,8	19,7	11,0	9,1	29,2
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,4	18,6	10,7	9,0	31,1
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	36,5	17,4	11,1	8,0	33,8
2006	68,4	2,4	11,7	4,1	50,2	34,6	17,5	9,3	7,8	33,8
2007	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7	32,7	16,9	8,6	7,3	33,4
2008	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5	32,7	17,4	7,8	7,5	37,1
2009	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9	36,8	20,2	8,9	7,7	42,4

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2000	69,2	58,1	5,8	4,8	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,4	56,1	6,5	5,3	0,5	7,4	61,0	4,4	14,4	24,1	29,9	67,9	0,6
2007	66,1	54,1	6,2	5,2	0,5	7,4	58,7	4,4	14,6	23,5	28,0	65,6	0,5
2008	69,8	57,5	6,6	5,2	0,4	10,2	59,6	4,5	17,8	23,3	28,6	68,9	0,9
2009	79,2	65,3	7,6	5,7	0,6	12,2	66,9	4,6	19,6	27,1	32,4	78,0	1,2

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	88,1	67,6	4,4	24,8	106,1	39,6	63,7	106,6	64,6	6,7	63,4	47,4	62,1	63,9	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,0	36,1	63,8	103,6	58,3	6,7	61,7	45,3	59,3	62,7	23,4	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,3	110,3	39,8	67,5	106,3	48,3	13,6	63,1	58,2	62,5	65,3	22,5	27,8	34,1
2009	96,2	73,4	7,2	65,5	126,8	53,2	78,1	116,0	58,0	14,5	68,6	60,8	67,5	76,1	35,4	35,4	43,8

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son estimaciones parciales.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

## 6.3 Variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,0
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,5	-0,6	0,8	3,8
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,7
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,3
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,9	-0,5	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,0	2,2	0,8	4,1

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

	Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) <sup>7)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>8)</sup>											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>9)</sup>
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>10)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,6	-1,4	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2008	5,2	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,3	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2004 II	44,7	43,9	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,7	12,8	15,3	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	48,9	48,0	12,9	14,2	16,1	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,5	42,8	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,0	48,2	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,3	13,3	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,3	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,0
III	43,8	43,3	11,6	13,0	15,1	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,3	48,7	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,3
2007 I	42,1	41,8	10,2	13,5	14,7	1,7	0,9	0,4	0,3	38,7
II	45,5	45,1	12,7	13,5	15,0	1,8	1,4	0,4	0,3	41,4
III	43,6	43,2	12,2	12,8	14,8	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,6	49,1	14,4	14,1	15,7	3,0	0,9	0,6	0,3	44,5
2008 I	42,3	42,0	10,7	12,9	14,8	1,7	1,1	0,3	0,2	38,6
II	44,9	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,3	42,9	11,9	12,5	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
IV	49,0	48,5	13,6	13,6	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 I	42,0	41,9	10,2	12,5	15,4	1,8	1,1	0,2	0,2	38,4
II	44,4	43,8	11,5	12,6	15,5	2,0	1,4	0,6	0,5	40,1
III	42,7	42,3	11,0	12,3	15,5	2,0	0,7	0,3	0,3	39,1
IV	48,7	48,0	12,7	13,7	16,4	3,2	0,9	0,7	0,5	43,3
2010 I	41,6	41,4	10,0	12,3	15,4	1,8	0,9	0,2	0,2	38,0
II	43,8	43,3	11,5	12,4	15,4	1,9	1,3	0,5	0,3	39,5

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total 3	Remuneración de asalariados 4	Consumo intermedio 5	Intereses 6	Transf. corrientes 7	Prestaciones sociales 8	Subvenciones 9	Inversión 10			Transf. de capital 11
2004 II	46,6	43,2	10,3	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,4
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
IV	50,8	45,6	10,9	5,7	2,9	26,0	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,3
III	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,5	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	0,9	-0,1	2,9
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,8	0,9	4,1
III	44,5	41,1	9,5	4,7	3,0	23,9	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
IV	50,3	45,2	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 I	44,6	41,5	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
II	45,3	42,0	10,1	5,0	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,4	2,8
III	45,6	42,0	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
IV	52,0	46,9	11,0	6,1	2,8	27,0	23,1	1,4	5,1	3,4	1,6	-3,0	-0,3
2009 I	48,5	45,0	10,6	5,3	2,9	26,3	22,4	1,3	3,4	2,2	1,2	-6,4	-3,6
II	50,1	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,2	-5,8	-2,6
III	49,4	45,5	10,4	5,3	2,8	27,1	23,4	1,4	3,9	2,7	1,1	-6,7	-3,9
IV	54,9	49,6	11,5	6,4	2,5	29,2	24,9	1,5	5,4	3,5	1,9	-6,3	-3,7
2010 I	49,6	46,0	10,5	5,1	2,8	27,5	23,3	1,4	3,6	2,1	1,5	-8,1	-5,2
II	49,0	45,5	10,7	5,4	3,0	26,4	22,9	1,3	3,4	2,5	1,1	-5,2	-2,2

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda (porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero <sup>1)</sup>

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2007 III	67,8	2,1	11,3	5,1	49,3
IV	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7
2008 I	67,1	2,1	11,4	5,0	48,6
II	67,5	2,1	11,5	4,9	49,0
III	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
IV	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5
2009 I	73,2	2,3	11,6	7,9	51,5
II	76,5	2,4	11,9	8,4	53,8
III	78,3	2,3	12,1	9,2	54,7
IV	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9
2010 I	81,0	2,4	12,5	8,4	57,6
II	82,4	2,4	13,2	8,0	58,8

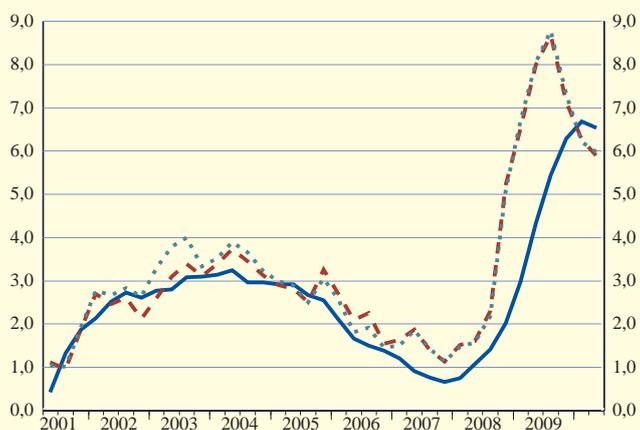
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	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
2007 III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,4	-2,0	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,2	-0,6
IV	-3,3	-0,7	-4,0	-2,8	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,3
2008 I	6,4	-2,4	4,0	3,1	1,9	-0,1	0,9	0,3	0,0	0,9	6,4
II	4,0	-0,4	3,6	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,3	3,9
III	2,3	-2,3	0,0	-0,8	-1,6	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	1,8
IV	8,2	-3,0	5,1	5,8	0,8	2,5	0,5	1,9	0,0	-0,7	8,2
2009 I	11,9	-6,4	5,4	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,0	13,1
II	9,9	-5,8	4,1	3,1	2,3	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,5	9,3
III	4,8	-6,7	-1,9	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,8	4,6
IV	2,3	-6,3	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,3	-1,2	2,5
2010 I	8,3	-8,1	0,2	0,8	0,8	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	8,6
II	8,3	-5,2	3,1	4,4	2,3	1,9	-0,2	0,4	0,0	-1,3	8,3

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

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

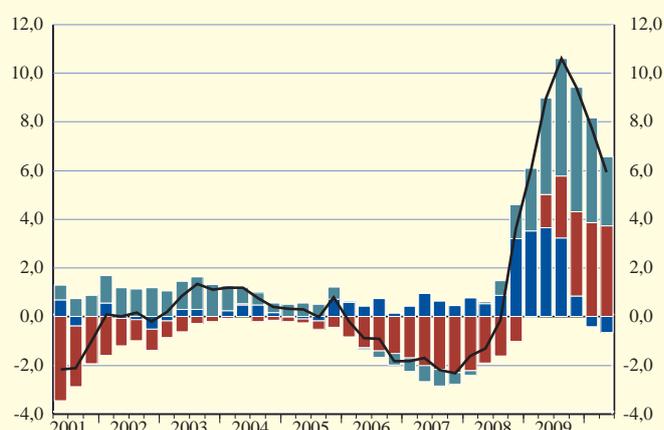
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- Necesidad de financiación



### G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

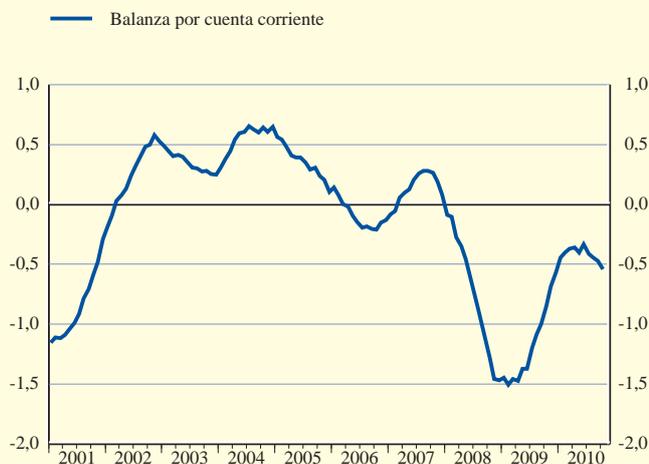
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	10,7	45,6	46,9	6,3	-88,2	4,6	15,3	-2,6	-90,1	127,1	-66,9	32,3	-5,1	-12,6
2008	-133,9	-18,3	42,1	-58,3	-99,4	9,8	-124,2	116,8	-240,3	303,8	-75,0	131,7	-3,4	7,3
2009	-49,8	39,4	32,2	-28,7	-92,6	6,1	-43,7	31,0	-74,5	264,8	51,5	-215,4	4,6	12,6
2009 III	-0,4	13,9	11,9	-3,4	-22,7	1,2	0,8	-22,2	-25,7	57,3	2,0	-56,1	0,3	21,4
IV	11,7	19,9	9,1	2,3	-19,6	1,0	12,7	-12,0	11,6	30,7	8,6	-62,9	0,0	-0,7
2010 I	-21,8	2,7	3,7	7,1	-35,3	2,5	-19,3	22,1	-40,3	16,6	3,9	46,5	-4,6	-2,8
II	-23,1	3,9	11,9	-18,1	-20,8	1,9	-21,3	46,5	-37,6	101,7	6,5	-25,1	1,0	-25,2
III	-15,7	7,0	10,1	-5,0	-27,8	1,3	-14,4	24,1	-21,2	10,3	1,7	38,1	-4,9	-9,7
2009 Oct	0,5	8,4	3,1	2,1	-13,1	-0,3	0,3	4,4	7,3	6,7	1,7	-10,7	-0,7	-4,6
Nov	-0,6	5,3	1,1	-0,9	-6,1	0,9	0,3	6,0	-4,8	-0,9	0,8	9,3	1,5	-6,3
Dic	11,8	6,2	5,0	1,2	-0,5	0,4	12,2	-22,3	9,1	24,9	6,1	-61,6	-0,8	10,2
2010 Ene	-13,6	-7,6	0,7	2,0	-8,6	1,5	-12,1	22,2	-5,0	26,9	3,9	-5,2	1,5	-10,1
Feb	-7,2	4,3	1,2	3,6	-16,3	0,8	-6,4	-0,5	-3,3	-6,6	0,3	12,8	-3,6	6,9
Mar	-1,0	6,0	1,8	1,5	-10,4	0,2	-0,8	0,4	-32,0	-3,6	-0,3	38,9	-2,5	0,4
Abr	-6,4	1,1	2,9	-2,3	-8,2	-0,4	-6,8	16,5	-14,5	45,7	0,3	-15,0	-0,1	-9,7
May	-17,3	-1,2	3,9	-13,9	-6,1	1,8	-15,5	24,9	-12,1	63,0	-0,4	-25,5	-0,1	-9,3
Jun	0,6	3,9	5,0	-1,9	-6,5	0,4	1,1	5,1	-11,0	-7,0	6,5	15,4	1,1	-6,2
Jul	3,4	7,6	4,0	-0,7	-7,5	1,6	4,9	4,8	-0,6	-17,0	1,0	24,5	-3,1	-9,8
Ago	-10,6	-4,3	2,7	0,3	-9,4	0,3	-10,3	10,4	-11,1	11,5	3,9	7,6	-1,6	-0,1
Sep	-8,5	3,7	3,4	-4,7	-10,9	-0,5	-9,0	8,8	-9,6	15,7	-3,2	6,1	-0,2	0,1
Oct	-2,3	6,7	1,7	0,8	-11,4	0,0	-2,2	-0,1	-10,3	14,0	-8,3	4,8	-0,2	2,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Oct	-51,7	31,7	33,4	-14,9	-101,9	7,0	-44,7	76,2	-105,1	166,6	10,7	12,1	-8,1	-31,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Oct	-0,6	0,3	0,4	-0,2	-1,1	0,1	-0,5	0,8	-1,2	1,8	0,1	0,1	-0,1	-0,3

### G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

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

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

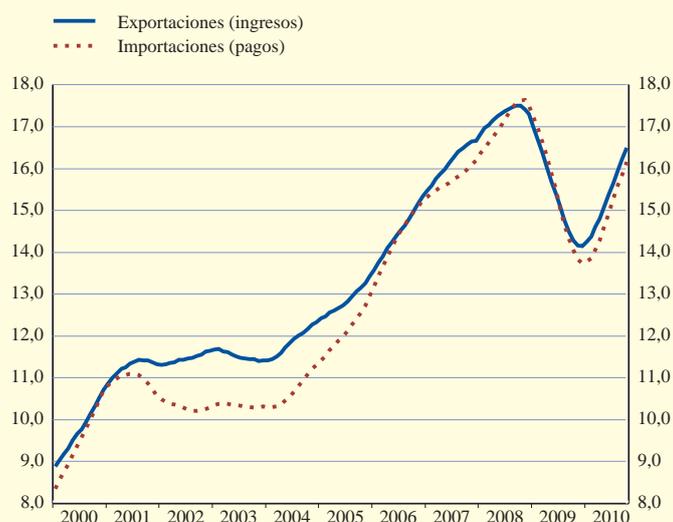
(mm de euros; transacciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	2.707,8	2.697,2	10,7	1.518,8	1.473,2	494,2	447,2	604,0	597,7	90,9	6,4	179,0	20,7	25,6	21,0
2008	2.728,6	2.862,5	-133,9	1.580,9	1.599,2	513,0	470,9	546,0	604,3	88,6	6,8	188,1	21,6	24,4	14,7
2009	2.259,1	2.308,9	-49,8	1.291,3	1.251,9	469,0	436,8	405,8	434,6	93,0	6,0	185,6	22,4	19,6	13,5
2009 III	555,2	555,6	-0,4	322,6	308,8	124,3	112,4	93,3	96,7	15,0	1,6	37,7	5,7	3,8	2,7
IV	599,2	587,5	11,7	348,6	328,7	120,8	111,7	97,8	95,5	32,0	1,5	51,6	5,8	6,0	5,0
2010 I	580,0	601,8	-21,8	348,6	345,9	111,0	107,3	99,2	92,0	21,3	1,4	56,6	5,2	5,3	2,8
II	637,8	660,9	-23,1	386,4	382,5	127,2	115,3	106,8	124,8	17,4	1,6	38,3	5,3	5,1	3,2
III	645,9	661,6	-15,7	402,0	395,0	133,4	123,3	96,2	101,2	14,3	.	42,1	.	4,4	3,0
2010 Ago	201,7	212,3	-10,6	122,6	126,8	43,8	41,1	30,6	30,3	4,8	.	14,1	.	1,1	0,9
Sep	221,1	229,5	-8,5	139,5	135,8	43,9	40,5	32,9	37,6	4,7	.	15,7	.	0,8	1,3
Oct	220,2	222,5	-2,3	141,6	134,9	42,4	40,7	31,6	30,8	4,6	.	16,0	.	1,1	1,1
<b>Datos desestacionalizados</b>															
2010 I	608,1	610,1	-1,9	365,0	349,7	121,9	113,4	102,5	100,2	18,7	.	46,8	.	.	.
II	636,8	646,6	-9,8	387,5	380,8	127,4	117,4	102,0	103,1	20,0	.	45,3	.	.	.
III	639,1	660,5	-21,4	392,9	388,7	124,0	117,8	100,4	107,9	21,8	.	46,1	.	.	.
2010 Ago	212,9	219,8	-6,9	131,0	130,8	41,0	39,2	33,2	34,5	7,7	.	15,3	.	.	.
Sep	211,5	221,2	-9,7	130,2	128,1	41,3	39,2	33,0	38,4	7,0	.	15,5	.	.	.
Oct	215,3	225,1	-9,8	132,7	134,6	41,7	40,0	33,2	35,5	7,8	.	15,0	.	.	.
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>															
2010 Oct	2.484,3	2.533,6	-49,3	1.503,9	1.473,3	494,2	461,1	400,9	415,4	85,3	.	183,8	.	.	.
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>															
2010 Oct	27,3	27,8	-0,5	16,5	16,2	5,4	5,1	4,4	4,6	0,9	.	2,0	.	.	.

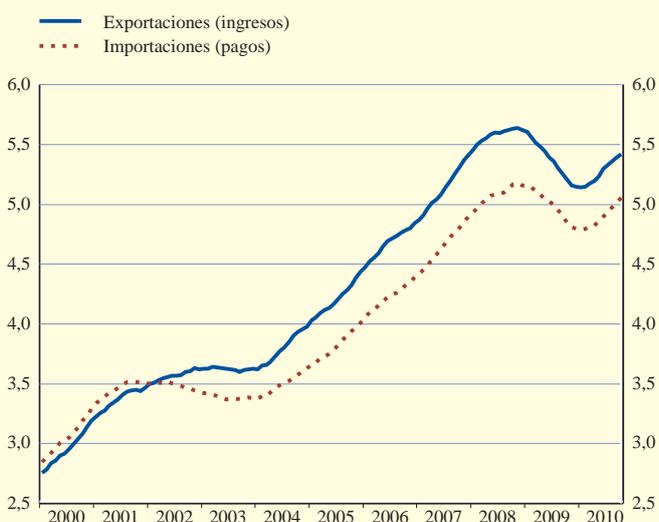
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas

(transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2007	18,8	11,2	585,2	586,4	212,4	71,3	137,2	42,8	28,6	26,8	45,3	113,8	118,7	110,6	180,3	197,9
2008	19,1	11,8	526,9	592,5	155,5	12,6	127,1	27,0	30,7	25,9	43,2	120,5	125,0	123,7	172,5	195,2
2009	19,2	12,9	386,7	421,7	133,9	8,5	100,5	17,4	20,3	22,3	27,3	76,7	102,3	129,0	102,9	93,2
2009 II	4,7	2,9	102,7	133,4	36,1	-2,3	29,7	0,8	5,5	7,4	8,5	37,1	25,2	33,1	27,5	26,1
III	4,7	3,8	88,6	92,9	30,1	6,2	24,2	5,7	4,4	4,6	6,4	13,3	25,7	32,1	21,9	18,7
IV	5,1	3,9	92,8	91,7	35,4	0,0	24,5	0,6	5,3	5,1	6,0	13,9	24,5	30,0	21,6	18,2
2010 I	4,9	2,2	94,3	89,8	39,0	-1,4	25,0	3,4	4,5	4,3	6,0	12,0	25,0	32,3	19,8	16,2
II	4,8	2,7	102,0	122,1	41,6	-5,7	28,6	-3,3	4,7	5,0	9,8	38,5	26,1	33,3	19,7	16,6

### 3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
III 2009 a II 2010	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.372,2	814,3	45,8	72,0	393,2	245,2	58,2	41,4	31,1	101,1	33,1	49,0	76,3	176,2	317,6	732,1
Bienes	1.406,2	458,6	28,2	46,1	193,6	190,5	0,2	23,2	16,7	82,9	24,6	31,4	54,9	88,9	164,2	460,7
Servicios	483,3	160,5	10,8	12,9	104,1	26,9	5,7	7,3	7,0	13,2	6,7	10,8	14,2	51,1	72,1	140,5
Rentas	397,1	133,7	6,1	11,8	83,9	24,4	7,6	10,4	6,6	4,8	1,7	6,5	6,8	28,8	76,4	121,3
Rentas de la inversión	377,6	127,0	6,0	11,6	82,2	23,7	3,4	10,4	6,6	4,7	1,7	6,4	6,7	21,2	74,5	118,3
Transferencias corrientes	85,6	61,5	0,6	1,2	11,6	3,3	44,8	0,4	0,9	0,3	0,1	0,3	0,4	7,3	4,9	9,6
<b>Cuenta de capital</b>	20,3	17,0	0,0	0,0	0,9	0,3	15,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	2,3
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.405,8	762,3	40,3	67,3	334,2	222,8	97,7	-	25,6	-	-	85,8	-	160,3	314,6	-
Bienes	1.365,9	389,3	26,3	40,4	147,0	175,6	0,0	22,1	10,8	170,0	20,1	44,9	94,4	75,9	119,4	418,9
Servicios	446,8	133,2	7,3	10,2	83,0	32,4	0,2	5,5	5,8	10,8	4,7	8,1	8,4	42,6	93,3	134,4
Rentas	409,0	128,5	6,0	15,6	91,2	10,5	5,3	-	7,2	-	-	32,4	-	35,2	95,6	-
Rentas de la inversión	396,5	120,7	5,9	15,5	89,3	4,7	5,3	-	7,1	-	-	32,3	-	34,6	94,5	-
Transferencias corrientes	184,2	111,3	0,7	1,1	13,0	4,3	92,1	1,5	1,8	2,8	0,7	0,4	0,6	6,6	6,3	52,2
<b>Cuenta de capital</b>	13,7	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,2	9,0
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-33,6	52,1	5,5	4,7	59,0	22,4	-39,4	-	5,5	-	-	-36,8	-	15,9	2,9	-
Bienes	40,3	69,3	1,9	5,7	46,6	15,0	0,2	1,1	5,8	-87,2	4,5	-13,5	-39,4	13,0	44,8	41,8
Servicios	36,5	27,2	3,5	2,7	21,1	-5,5	5,5	1,8	1,2	2,3	2,1	2,7	5,8	8,5	-21,2	6,1
Rentas	-12,0	5,2	0,2	-3,8	-7,3	14,0	2,2	-	-0,6	-	-	-25,9	-	-6,4	-19,2	-
Rentas de la inversión	-18,8	6,3	0,2	-3,9	-7,1	18,9	-1,9	-	-0,5	-	-	-25,8	-	-13,3	-20,0	-
Transferencias corrientes	-98,5	-49,7	-0,1	0,1	-1,4	-1,0	-47,3	-1,1	-0,9	-2,6	-0,7	-0,1	-0,2	0,7	-1,5	-42,6
<b>Cuenta de capital</b>	6,6	14,6	-0,1	-0,1	0,0	0,1	14,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-6,7

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>b)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,5	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.994,5	15.268,8	-1.274,3	155,2	169,3	-14,1	3.725,2	3.215,5	4.630,1	6.541,2	-28,9	5.321,0	5.512,2	347,2
2008	13.344,9	14.985,6	-1.640,7	144,3	162,1	-17,7	3.888,0	3.313,4	3.727,4	5.941,5	-29,8	5.385,1	5.730,6	374,2
2009	13.760,1	15.208,0	-1.447,8	153,6	169,8	-16,2	4.261,0	3.472,5	4.225,8	6.741,2	-45,4	4.856,4	4.994,2	462,4
2010 I	14.413,1	15.737,6	-1.324,6	160,5	175,2	-14,7	4.375,9	3.486,5	4.493,4	7.048,2	-39,0	5.084,1	5.202,9	498,7
II	14.932,8	16.055,1	-1.122,3	165,0	177,4	-12,4	4.525,2	3.520,8	4.614,0	7.138,5	-49,8	5.260,1	5.395,8	583,3
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2006	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.610,2	1.869,0	-258,8	17,9	20,7	-2,9	571,8	486,1	258,0	591,2	-8,2	767,2	791,8	21,4
2008	-649,6	-283,2	-366,4	-7,0	-3,1	-4,0	162,9	98,0	-902,7	-599,6	-0,9	64,1	218,5	27,0
2009	415,2	222,3	192,9	4,6	2,5	2,2	372,9	159,1	498,4	799,6	-15,6	-528,7	-736,4	88,2
2010 I	653,0	529,7	123,3	29,6	24,0	5,6	114,9	14,0	267,6	307,0	6,4	227,8	208,7	36,3
II	519,7	317,5	202,2	22,6	13,8	8,8	149,4	34,3	120,6	90,3	-10,8	176,0	192,9	84,7
<b>Transacciones</b>														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.942,6	1.940,0	2,6	21,5	21,5	0,0	511,5	421,4	438,9	566,1	66,9	920,2	952,6	5,1
2008	407,8	524,7	-116,8	4,4	5,7	-1,3	333,7	93,4	-15,0	288,9	75,0	10,8	142,4	3,4
2009	-213,4	-182,3	-31,0	-2,4	-2,0	-0,3	288,3	213,8	78,6	343,4	-51,5	-524,2	-739,6	-4,6
2010 I	182,8	204,9	-22,1	8,3	9,3	-1,0	38,8	-1,5	61,0	77,6	-3,9	82,3	128,8	4,6
II	67,3	113,8	-46,5	2,9	4,9	-2,0	60,2	22,7	-16,3	85,4	-6,5	30,9	5,8	-1,0
III	97,0	121,1	-24,1	4,2	5,3	-1,0	28,3	7,0	59,3	69,6	-1,7	6,3	44,5	4,9
2010 Jun	-154,9	-149,8	-5,1	.	.	.	14,5	3,5	-5,9	-13,0	-6,5	-155,8	-140,3	-1,1
Jul	-13,5	-8,6	-4,8	.	.	.	8,4	7,9	21,3	4,4	-1,0	-45,3	-20,9	3,1
Ago	115,3	125,7	-10,4	.	.	.	15,9	4,8	22,7	34,3	-3,9	79,1	86,6	1,6
Sep	-4,8	4,0	-8,8	.	.	.	4,0	-5,6	15,3	31,0	3,2	-27,4	-21,3	0,2
Oct	66,9	66,8	0,1	.	.	.	-17,3	-27,6	45,6	59,6	8,3	30,0	34,8	0,2
<b>Otros flujos</b>														
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-332,4	-71,0	-261,4	-3,7	-0,8	-2,9	60,3	64,7	-180,9	25,1	-75,1	-153,0	-160,8	16,3
2008	-1.057,4	-807,8	-249,6	-11,4	-8,7	-2,7	-170,8	4,6	-887,8	-888,5	-75,8	53,3	76,0	23,7
2009	628,6	404,7	223,9	7,0	4,5	2,5	84,7	-54,7	419,8	456,2	35,9	-4,5	3,2	92,7
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-521,9	-339,5	-182,4	-5,8	-3,8	-2,0	-104,1	-17,1	-217,4	-146,9	.	-186,7	-175,5	-13,7
2008	-39,4	55,1	-94,5	-0,4	0,6	-1,0	-20,1	-9,6	6,8	47,4	.	-35,4	17,3	9,2
2009	-45,8	-49,7	3,9	-0,5	-0,6	0,0	-4,8	1,7	-28,4	-27,5	.	-10,1	-23,9	-2,5
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	78,7	113,4	-34,7	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.021,5	-1.018,4	-3,1	-11,0	-11,0	0,0	-154,5	-94,8	-812,8	-923,6	-75,8	.	.	21,5
2009	622,1	494,0	128,1	6,9	5,5	1,4	137,9	44,5	402,2	449,5	35,9	.	.	46,1
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	110,8	155,1	-44,3	1,2	1,7	-0,5	119,2	76,0	-40,8	64,4	.	33,7	14,7	-1,3
2008	3,5	155,5	-152,0	0,0	1,7	-1,6	3,8	109,0	-81,8	-12,3	.	88,7	58,8	-7,1
2009	52,3	-39,6	91,9	0,6	-0,4	1,0	-48,5	-100,9	46,0	34,3	.	5,6	27,0	49,2
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,3	20,2	1,6
2008	2,9	3,4	-	.	.	.	9,1	2,9	-0,6	4,6	.	0,2	2,7	1,0
2009	-1,6	-1,2	-	.	.	.	7,4	6,6	2,0	5,8	.	-9,7	-12,8	-1,2
2010 I	1,1	1,1	-	.	.	.	5,7	5,5	4,6	6,2	.	-4,2	-7,0	1,3
II	2,2	2,2	-	.	.	.	5,2	3,6	3,4	5,3	.	-0,5	-2,3	0,7
III	2,8	3,0	-	.	.	.	4,1	2,6	3,2	4,4	.	1,8	1,6	1,6

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2008	3.888,0	3.015,7	213,1	2.802,6	872,3	13,0	859,4	3.313,4	2.354,7	64,5	2.290,1	958,8	18,3	940,4
2009	4.261,0	3.290,8	227,5	3.063,3	970,2	14,4	955,8	3.472,5	2.526,0	76,3	2.449,7	946,6	17,8	928,8
2010 I	4.375,9	3.380,3	243,3	3.137,0	995,6	15,1	980,5	3.486,5	2.611,7	80,4	2.531,2	874,8	17,8	857,1
II	4.525,2	3.477,8	255,2	3.222,6	1.047,5	16,5	1.031,0	3.520,8	2.629,5	80,3	2.549,2	891,3	16,1	875,2
<b>Transacciones</b>														
2007	511,5	388,8	18,9	369,8	122,8	-0,1	122,9	421,4	314,6	5,3	309,3	106,8	1,4	105,4
2008	333,7	214,3	20,4	193,9	119,4	-0,3	119,7	93,4	70,0	-1,2	71,2	23,4	1,6	21,8
2009	288,3	215,7	15,4	200,3	72,6	3,4	69,2	213,8	214,9	7,4	207,5	-1,1	-0,6	-0,5
2010 I	38,8	8,8	6,1	2,7	30,0	0,2	29,7	-1,5	60,7	1,5	59,2	-62,2	-0,2	-62,0
II	60,2	17,4	-0,7	18,0	42,9	0,5	42,4	22,7	11,7	2,2	9,5	11,0	-2,4	13,4
III	28,3	27,0	1,2	25,8	1,3	0,3	1,0	7,0	-1,9	1,5	-3,4	8,9	-0,3	9,2
2010 Jun	14,5	-1,9	0,1	-2,0	16,4	0,0	16,5	3,5	2,4	0,9	1,5	1,1	-2,2	3,3
Jul	8,4	7,8	0,3	7,5	0,6	0,2	0,4	7,9	6,8	1,0	5,7	1,1	-0,8	1,9
Ago	15,9	20,7	0,5	20,2	-4,8	-0,1	-4,8	4,8	4,6	0,1	4,5	0,2	0,8	-0,6
Sep	4,0	-1,5	0,4	-1,9	5,5	0,1	5,4	-5,6	-13,3	0,4	-13,7	7,6	-0,3	8,0
Oct	-17,3	-35,4	-1,8	-33,6	18,0	0,1	17,9	-27,6	-35,9	0,2	-36,1	8,3	2,3	6,0
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2008	9,1	7,3	9,1	7,2	15,9	-1,0	16,2	2,9	2,9	-1,7	3,1	2,9	9,2	2,8
2009	7,4	7,1	7,3	7,1	8,3	26,3	8,1	6,6	9,3	11,3	9,2	-0,1	-3,2	-0,1
2010 I	5,7	5,9	5,3	6,0	5,1	20,1	4,8	5,5	10,3	11,7	10,3	-6,7	-4,9	-6,8
II	5,2	3,9	1,9	4,1	9,3	19,0	9,1	3,6	7,3	12,6	7,2	-5,9	-19,3	-5,6
III	4,1	3,3	2,8	3,4	6,9	18,9	6,7	2,6	5,7	10,9	5,6	-5,5	-16,1	-5,3

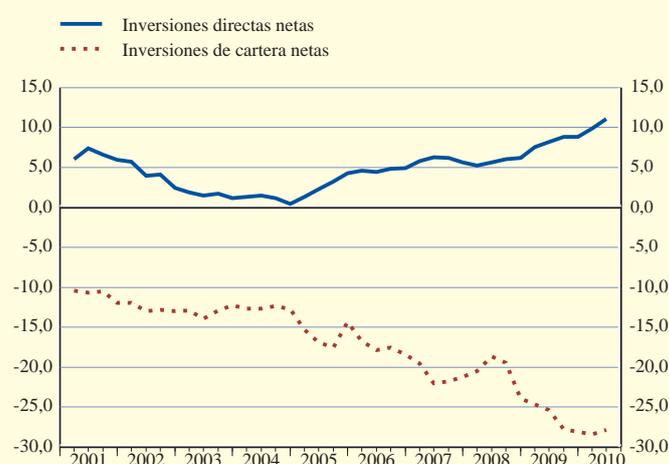
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



#### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario											
	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM				
		Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP	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)																
2008	3.727,4	1.128,6	68,4	3,0	1.060,1	27,1	2.164,2	965,0	20,0	1.199,2	18,4	434,6	358,0	61,6	76,6	1,3
2009	4.225,8	1.488,5	76,2	3,4	1.412,3	34,4	2.339,3	917,5	17,0	1.421,8	36,4	398,0	327,2	44,9	70,8	2,0
2010 I	4.493,4	1.641,9	90,7	3,6	1.551,2	39,1	2.439,3	934,8	17,3	1.504,5	36,4	412,3	342,0	41,0	70,3	0,6
II	4.614,0	1.648,2	80,4	3,5	1.567,8	43,6	2.538,5	931,2	16,9	1.607,3	45,9	427,3	336,4	43,6	90,9	0,3
Transacciones																
2007	438,9	62,5	26,7	0,0	35,7	8,2	293,2	148,0	4,9	145,2	3,3	83,3	63,4	26,3	19,8	0,8
2008	-15,0	-106,5	-36,0	0,6	-70,5	-0,2	81,2	40,9	3,2	40,3	2,6	10,3	35,1	15,1	-24,8	0,4
2009	78,6	45,5	-3,6	-0,2	49,1	1,5	24,7	-99,9	-3,4	124,7	17,6	8,4	11,7	-12,7	-3,3	1,0
2010 I	61,0	36,4	9,5	0,0	26,8	1,0	46,5	3,2	0,2	43,3	-1,6	-21,9	-19,1	-6,1	-2,8	-1,5
II	-16,3	-7,9	-5,9	-0,2	-2,0	2,7	-2,5	-36,4	-0,7	33,8	0,6	-5,9	-17,1	-2,6	11,2	-0,3
III	59,3	8,9	-0,9	0,0	9,8	.	4,3	-36,9	1,2	41,2	.	46,1	47,1	6,2	-0,9	.
2010 Jun	-5,9	3,0	-2,6	0,0	5,6	.	0,0	-9,4	-2,7	9,4	.	-9,0	-7,8	-6,1	-1,2	.
Jul	21,3	-1,7	-4,0	0,0	2,3	.	-2,7	-14,1	-0,4	11,4	.	25,8	13,8	-3,6	12,0	.
Ago	22,7	-0,1	-2,2	0,0	2,1	.	13,8	-1,5	0,8	15,3	.	9,0	24,2	4,9	-15,2	.
Sep	15,3	10,7	5,3	0,0	5,4	.	-6,8	-21,4	0,7	14,6	.	11,4	9,1	4,9	2,3	.
Oct	45,6	13,3	0,8	0,0	12,5	.	24,5	-46,2	-0,5	70,7	.	7,9	1,6	-3,0	6,3	.
Tasas de crecimiento																
2008	-0,6	-6,4	-27,8	24,6	-4,8	-0,4	3,6	4,2	20,3	3,1	15,7	2,8	12,0	41,9	-27,7	71,1
2009	2,0	3,3	-5,6	-7,2	3,8	5,4	1,0	-10,2	-17,1	10,2	95,3	1,4	2,6	-22,0	-4,5	73,1
2010 I	4,6	9,2	19,1	-7,0	8,7	7,0	4,4	-5,5	-5,1	12,0	-10,5	-9,3	-9,1	-32,1	-10,5	-67,0
II	3,4	8,3	11,3	-10,9	8,1	12,3	4,3	-6,1	-10,0	11,5	-8,6	-14,8	-17,5	-34,3	-2,2	-81,5
III	3,2	5,1	3,8	-12,1	5,2	.	2,9	-9,2	0,4	11,0	.	-1,8	-3,7	-4,6	8,4	.

#### 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	AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2008	5.941,5	2.186,0	616,9	1.569,1	3.373,3	1.198,2	2.175,1	1.428,2	382,3	62,0	320,3	271,7
2009	6.741,2	2.752,2	686,6	2.065,6	3.461,6	1.132,1	2.329,5	1.478,0	527,3	67,8	459,5	425,0
2010 I	7.048,2	2.829,3	665,4	2.163,9	3.683,2	1.160,2	2.522,9	1.617,8	535,8	99,0	436,8	395,8
II	7.138,5	2.781,1	682,3	2.098,8	3.857,3	1.176,8	2.680,6	1.748,3	500,1	79,7	420,4	380,8
Transacciones												
2007	566,1	164,4	34,0	130,4	341,1	154,4	186,7	126,5	60,5	52,1	8,4	20,8
2008	288,9	-101,1	84,4	-185,6	209,2	7,3	202,0	185,6	180,7	-33,4	214,1	191,4
2009	343,4	82,7	3,6	79,0	141,8	6,0	135,8	98,0	119,0	-14,9	133,8	157,5
2010 I	77,6	0,3	-16,7	17,0	70,4	14,7	55,7	82,0	6,9	37,0	-30,1	-21,3
II	85,4	3,8	2,0	1,7	90,4	-7,0	97,4	103,6	-8,8	-9,4	0,6	-6,8
III	69,6	36,2	16,9	19,3	-20,1	8,8	-28,9	.	53,6	15,7	37,8	.
2010 Jun	-13,0	22,5	13,9	8,5	-0,7	-11,6	10,8	.	-34,7	-14,8	-19,9	.
Jul	4,4	4,9	5,3	-0,3	-37,2	-7,8	-29,5	.	36,7	13,9	22,8	.
Ago	34,3	25,4	17,0	8,5	-8,5	13,0	-21,5	.	17,3	-4,6	21,9	.
Sep	31,0	5,8	-5,4	11,2	25,6	3,6	22,0	.	-0,4	6,4	-6,9	.
Oct	59,6	42,2	6,9	35,3	12,6	9,9	2,7	.	4,8	0,9	3,9	.
Tasas de crecimiento												
2008	4,6	-4,2	14,9	-8,6	7,0	0,7	11,0	16,8	75,6	-24,9	207,5	255,5
2009	5,8	3,6	0,6	4,7	4,2	0,5	6,2	6,9	31,2	-32,0	41,6	58,2
2010 I	6,2	6,1	-2,3	9,4	4,2	2,9	4,8	9,9	25,5	75,5	15,2	23,3
II	5,3	4,5	-2,1	7,0	5,1	1,9	6,5	12,4	13,5	73,0	4,6	9,1
III	4,4	2,7	-0,8	3,9	4,4	1,7	5,7	.	14,4	135,5	2,5	.

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2008	5.385,1	28,8	27,7	1,0	3.273,5	3.214,3	59,2	90,7	12,3	42,6	8,8	1.992,1	188,5	1.610,1	432,1
2009	4.856,4	29,7	29,4	0,3	2.837,3	2.806,8	30,5	109,0	8,4	63,6	11,3	1.880,4	192,0	1.504,1	398,5
2010 I	5.084,1	24,1	23,8	0,3	2.971,9	2.938,2	33,7	106,6	8,4	59,6	7,8	1.981,4	196,5	1.576,6	413,2
II	5.260,1	24,3	24,0	0,3	3.079,5	3.045,1	34,3	114,4	8,6	65,7	13,0	2.041,9	209,3	1.622,9	439,8
<b>Transacciones</b>															
2007	920,2	22,0	22,0	0,0	538,1	530,9	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	367,9	14,0	340,8	64,7
2008	10,8	-9,3	-9,3	0,0	-42,1	-58,7	16,6	-5,7	-1,1	-6,0	-4,8	67,9	0,2	62,1	-61,7
2009	-524,2	-0,3	-0,3	0,0	-421,6	-401,2	-20,5	10,9	-0,4	9,5	1,3	-113,2	-1,4	-115,6	-55,7
2010 I	82,3	-7,0	-7,0	0,0	55,7	52,6	3,2	-6,9	-0,1	-7,7	-3,7	40,5	1,7	26,5	1,3
II	30,9	-3,4	-3,4	0,0	2,4	-5,0	7,4	5,7	0,0	5,5	5,2	26,1	9,4	18,8	6,6
III	6,3	1,6	.	.	-17,0	.	.	5,0	.	.	-2,0	16,7	.	.	16,1
2010 Jun	-155,8	-0,6	.	.	-140,3	.	.	0,4	.	.	0,2	-15,3	.	.	-13,5
Jul	-45,3	2,0	.	.	-51,0	.	.	6,3	.	.	-1,5	-2,7	.	.	-0,4
Ago	79,1	-0,9	.	.	71,6	.	.	0,6	.	.	1,0	7,9	.	.	16,3
Sep	-27,4	0,5	.	.	-37,6	.	.	-1,8	.	.	-1,5	11,5	.	.	0,3
Oct	30,0	-2,1	.	.	14,5	.	.	26,1	.	.	-0,6	-8,4	.	.	6,2
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2008	0,2	-26,0	-26,7	5,0	-1,3	-1,8	23,5	-6,1	-8,9	-12,3	-35,2	3,7	0,1	4,2	-14,0
2009	-9,7	-1,8	-2,7	0,2	-12,8	-12,4	-36,9	11,4	-3,4	19,5	12,9	-5,7	-0,8	-7,3	-13,3
2010 I	-4,2	-2,5	-2,5	1,6	-4,0	-3,6	-27,8	-2,6	-3,8	-7,8	-62,2	-4,6	1,9	-6,9	-14,7
II	-0,5	-36,7	-37,0	-2,5	-1,0	-1,2	17,7	6,5	-3,9	10,4	-13,6	0,5	5,5	-0,6	-8,2
III	1,8	-13,2	.	.	1,2	.	.	9,6	.	.	5,1	2,4	.	.	-2,3

#### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2008	5.730,6	497,5	497,2	0,3	3.756,8	3.702,9	53,9	62,0	0,0	58,0	4,0	1.414,3	177,8	1.058,0	178,5
2009	4.994,2	267,2	266,8	0,3	3.392,6	3.354,1	38,5	71,1	0,0	67,1	4,0	1.263,3	175,0	909,9	178,5
2010 I	5.202,9	267,1	266,4	0,8	3.578,2	3.534,8	43,4	77,5	0,0	72,9	4,6	1.280,1	177,4	911,3	191,4
II	5.395,8	275,6	274,9	0,7	3.718,2	3.669,2	49,0	86,3	0,0	81,1	5,1	1.315,7	186,8	946,9	182,0
<b>Transacciones</b>															
2007	952,6	90,4	90,4	0,0	621,3	616,6	4,6	-0,9	0,0	-2,0	1,1	241,8	10,0	232,9	-1,0
2008	142,4	282,3	282,2	0,1	-174,9	-186,1	11,2	9,4	0,0	10,8	-1,4	25,6	9,5	16,1	-0,1
2009	-739,6	-232,5	-232,6	0,2	-353,5	-342,1	-11,3	11,4	0,0	11,6	-0,1	-165,1	-2,3	-147,9	-14,9
2010 I	128,8	-5,3	-5,7	0,4	104,1	99,2	4,9	4,5	0,0	4,9	-0,4	25,5	-0,4	17,0	8,9
II	5,8	-0,3	-0,3	0,0	-12,8	-14,1	1,3	8,8	0,0	7,8	1,0	10,0	8,0	2,9	-0,9
III	44,5	-2,6	.	.	2,6	.	.	5,1	.	.	.	39,4	.	.	.
2010 Jun	-140,3	-12,1	.	.	-140,8	.	.	0,2	.	.	.	12,3	.	.	.
Jul	-20,9	-1,1	.	.	-32,7	.	.	1,0	.	.	.	11,9	.	.	.
Ago	86,6	-2,3	.	.	73,0	.	.	0,7	.	.	.	15,2	.	.	.
Sep	-21,3	0,8	.	.	-37,7	.	.	3,4	.	.	.	12,2	.	.	.
Oct	34,8	0,5	.	.	38,8	.	.	6,9	.	.	.	-11,4	.	.	.
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2008	2,7	132,9	133,0	20,8	-4,4	-4,7	17,9	18,1	-17,8	23,0	-24,7	1,9	5,6	1,6	-0,7
2009	-12,8	-46,5	-46,6	42,3	-9,4	-9,2	-20,3	18,3	-148,2	19,7	-3,9	-11,5	-1,3	-13,8	-7,9
2010 I	-7,0	-37,0	-37,1	81,0	-3,7	-3,6	-8,2	-3,7	-141,7	-4,4	11,8	-7,1	0,1	-9,2	-2,0
II	-2,3	-19,5	-19,6	106,2	-1,9	-2,1	20,1	11,8	-143,4	11,5	13,6	0,1	4,1	-0,1	-2,8
III	1,6	-7,6	.	.	0,3	.	.	17,7	.	.	.	6,5	.	.	.

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 7. Activos de reserva <sup>1)</sup>

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 I	498,7	287,3	347,176	52,7	12,4	146,3	9,9	10,6	126,1	0,6	99,6	26,0	-0,3	0,0	28,8	-23,0	53,0
II	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	0,6	110,8	25,5	-0,2	0,0	32,7	-24,2	56,7
2010 Oct	555,6	337,2	346,994	53,0	15,1	150,3	5,9	19,0	125,0	-	-	-	0,3	0,0	25,9	-23,7	53,4
Nov	597,5	369,3	346,991	54,8	15,2	158,1	6,0	20,2	132,2	-	-	-	-0,3	0,0	25,9	-24,0	55,2
<b>Transacciones</b>																	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 I	4,6	0,0	-	-0,2	1,8	3,1	-2,5	2,0	3,6	0,0	1,9	1,7	-0,1	0,0	-	-	-
II	-1,0	0,0	-	0,1	3,0	-4,0	-2,0	1,3	-3,2	0,0	0,0	-3,1	-0,1	0,0	-	-	-
III	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,4	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2010 I	1,3	-0,5	-	-3,8	51,8	1,8	-14,0	148,1	-1,6	1,0	-5,3	15,7	-	-	-	-	-
II	0,7	-0,1	-	8,1	34,9	-0,7	-28,0	56,1	-1,7	-6,1	-3,6	8,2	-	-	-	-	-
III	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

#### 8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5
2007	9.997,1	5.150,5	242,0	2.997,1	172,3	189,4	1.245,8	1.238,2	215,4	5.222,1	2.075,7
2008	10.924,1	5.316,1	382,3	3.373,3	177,8	236,7	1.437,9	1.762,0	497,5	5.017,0	2.209,7
2009 IV	10.422,5	4.597,9	527,3	3.461,6	175,0	221,3	1.439,3	1.974,1	267,2	4.592,6	2.149,3
2010 I	10.808,7	4.785,3	535,8	3.683,2	177,4	240,2	1.386,9	2.091,1	267,1	4.837,4	2.226,2
II	11.181,2	4.972,1	500,1	3.857,3	186,8	236,9	1.427,9	2.215,3	275,6	4.974,7	2.287,7
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2
2007	110,8	57,1	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,4	57,9	23,0
2008	118,2	57,5	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,1	5,4	54,3	23,9
2009 IV	116,4	51,4	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,1	3,0	51,3	24,0
2010 I	120,4	53,3	6,0	41,0	2,0	2,7	15,4	23,3	3,0	53,9	24,8
II	123,6	55,0	5,5	42,7	2,1	2,6	15,8	24,5	3,0	55,0	25,3

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2009</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	788,4	120,6	2,5	-13,0	-125,4	256,8	-0,3	45,7	44,2	-28,9	129,8	-42,0	77,7	-0,3	441,6
En el exterior	4.261,0	1.427,8	34,5	123,7	988,9	280,7	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	838,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.290,8	1.073,9	29,1	79,8	735,3	229,7	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	629,9
Otro capital	970,2	353,9	5,3	43,9	253,6	51,0	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,1
En la zona del euro	3.472,5	1.307,2	32,0	136,7	1.114,3	23,9	0,3	73,9	4,1	106,6	293,7	826,3	463,2	0,4	397,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.526,0	1.073,2	22,6	120,9	922,4	7,1	0,3	60,9	1,1	85,5	200,9	613,2	245,2	0,2	245,8
Otro capital	946,6	234,0	9,4	15,8	191,9	16,8	0,1	13,0	3,0	21,1	92,8	213,1	218,0	0,2	151,4
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	4.225,8	1.424,6	79,0	156,4	1.000,8	89,3	99,2	95,4	47,5	181,9	107,0	1.349,1	434,1	29,3	556,8
Acc. y participaciones	1.488,5	296,9	8,8	28,8	245,2	13,4	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	468,9	193,3	1,5	275,8
Valores distintos de acciones	2.737,3	1.127,7	70,2	127,6	755,5	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,1	240,8	27,8	281,1
Bonos y obligaciones	2.339,3	979,0	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,5	225,5	27,2	254,7
Instrum. mercado monetario	398,0	148,7	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
<b>Otras inversiones</b>	-137,9	-104,4	50,0	11,4	-96,8	89,8	-159,0	0,2	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-3,8	14,1	172,8
Activos	4.856,4	2.247,1	108,6	84,7	1.847,0	190,5	16,3	26,8	31,5	95,0	238,7	687,1	599,3	61,3	869,6
AAPP	109,0	23,1	0,1	5,4	6,8	0,2	10,4	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.867,0	1.540,4	90,9	50,5	1.240,1	156,3	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	352,9	329,8	20,4	409,3
Otros sectores	1.880,4	683,6	17,5	28,8	600,1	34,0	3,3	11,5	19,1	30,4	113,1	330,8	267,6	13,6	410,6
Pasivos	4.994,2	2.351,5	58,6	73,3	1.943,8	100,7	175,2	26,5	40,3	78,0	357,2	793,6	603,1	47,1	696,8
AAPP	71,1	28,8	0,1	0,4	4,4	0,1	23,9	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.659,8	1.746,1	47,2	39,7	1.486,2	76,5	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,1	498,5	27,6	533,1
Otros sectores	1.263,3	576,5	11,2	33,2	453,2	24,1	54,8	7,1	21,2	32,0	86,7	271,3	104,3	2,6	161,6
<b>III 2009 a II 2010</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	92,0	3,0	0,4	-2,0	-9,5	14,1	0,0	3,3	4,6	-0,1	15,8	44,5	7,7	-0,2	13,4
En el exterior	213,0	48,6	2,5	5,2	25,6	15,3	0,0	9,3	4,0	-1,4	29,9	54,5	14,3	0,0	53,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	125,4	28,1	1,5	3,7	10,0	12,9	0,0	9,4	0,4	-1,4	8,6	44,8	2,5	0,0	32,9
Otro capital	87,6	20,4	1,0	1,5	15,5	2,4	0,0	-0,1	3,5	-0,1	21,2	9,7	11,8	0,0	21,0
En la zona del euro	121,1	45,5	2,1	7,2	35,1	1,2	0,0	6,1	-0,6	-1,3	14,1	10,0	6,6	0,2	40,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	176,8	34,7	1,4	11,9	25,2	-3,7	0,0	5,9	0,2	2,6	13,3	42,7	54,8	0,2	22,4
Otro capital	-55,7	10,8	0,7	-4,7	10,0	4,9	0,0	0,1	-0,8	-3,9	0,7	-32,6	-48,2	0,0	18,1
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	135,4	49,0	8,7	15,5	-4,4	13,5	15,7	-4,3	6,4	-20,2	5,0	5,6	-7,2	-3,5	104,6
Acc. y participaciones	105,2	20,9	1,6	3,2	15,0	0,8	0,2	1,6	6,3	7,1	5,3	21,9	6,6	0,1	35,5
Valores distintos de acciones	30,2	28,1	7,2	12,3	-19,4	12,6	15,5	-5,9	0,0	-27,3	-0,3	-16,3	-13,8	-3,6	69,1
Bonos y obligaciones	95,8	60,4	5,6	15,6	11,8	11,8	15,6	-2,9	-0,1	-11,7	0,8	-5,8	-4,3	-3,1	62,5
Instrum. mercado monetario	-65,6	-32,3	1,5	-3,3	-31,2	0,8	-0,1	-2,9	0,2	-15,6	-1,1	-10,5	-9,5	-0,5	6,6
<b>Otras inversiones</b>	97,6	-46,9	-11,3	-9,2	-4,4	-17,4	-4,5	3,4	14,7	-11,5	44,0	90,9	55,6	-11,3	-41,3
Activos	-23,2	-7,5	-5,2	2,3	0,9	-7,0	1,6	-1,5	6,0	-8,9	-30,6	-12,8	36,6	-3,2	-1,3
AAPP	6,8	5,6	-0,2	5,3	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,7	0,8
IFM	-41,5	2,6	-7,2	-6,0	20,8	-5,8	0,7	-0,5	3,1	-10,8	-7,3	-14,7	2,8	-3,9	-12,7
Otros sectores	11,5	-15,7	2,2	3,0	-20,5	-1,3	0,8	-1,0	3,0	2,0	-23,3	2,1	33,8	0,0	10,6
Pasivos	-120,8	39,4	6,1	11,4	5,3	10,4	6,1	-4,9	-8,7	2,7	-74,7	-103,6	-19,0	8,1	40,0
AAPP	9,1	5,8	0,1	0,0	3,9	0,0	1,9	0,1	0,0	-0,1	0,1	-2,2	0,0	5,4	-0,1
IFM	-131,0	51,4	6,5	8,9	29,6	7,8	-1,4	-0,9	-10,2	1,7	-79,1	-108,4	-21,8	2,5	33,9
Otros sectores	1,1	-17,9	-0,5	2,6	-28,2	2,6	5,7	-4,1	1,6	1,1	4,3	7,0	2,9	0,1	6,1

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones)

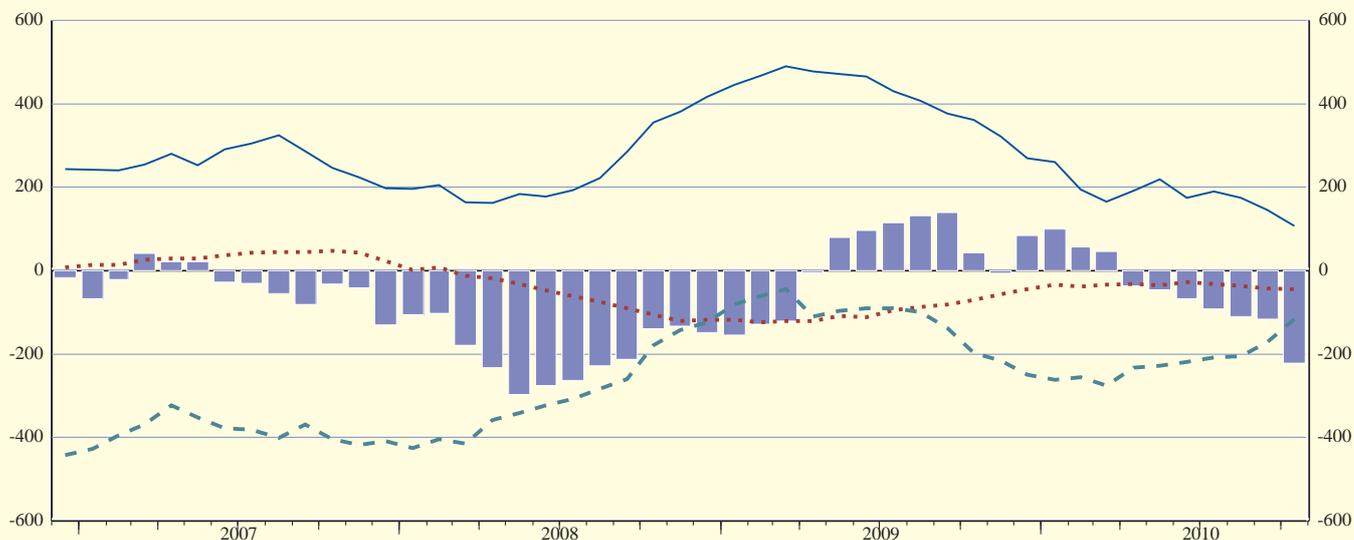
### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	-130,1	22,3	-494,4	413,7	-36,6	-165,1	131,1	197,5	-360,3	240,8	-67,2	-11,9
2008	-148,2	-117,1	-314,1	92,7	70,4	-15,0	-185,8	416,7	-62,9	35,5	-74,9	6,3
2009	84,8	-43,7	-269,5	207,0	-49,1	-121,4	79,0	269,6	102,3	-153,6	51,5	12,6
2009 III	6,8	0,8	-66,7	39,0	-38,0	-30,5	62,2	38,4	19,1	-40,7	2,0	21,4
IV	42,1	12,7	-46,7	56,9	-34,9	-35,6	38,8	13,0	28,1	2,0	8,6	-0,7
2010 I	-81,8	-19,3	-32,5	-2,8	-26,8	-40,5	17,0	25,6	-33,6	30,0	3,9	-2,8
II	-33,8	-21,3	-60,4	22,9	2,0	-45,0	1,7	98,0	-31,8	18,9	6,5	-25,2
III	-42,4	-14,4	-26,8	5,9	-9,8	-40,3	19,3	8,9	-21,7	44,5	1,7	-9,7
2009 Oct	13,7	0,3	-15,3	23,5	-13,3	-6,8	-22,3	44,3	-26,6	32,9	1,7	-4,6
Nov	-10,6	0,3	-14,9	12,3	-7,6	-15,0	0,9	10,0	4,5	4,3	0,8	-6,3
Dic	39,0	12,2	-16,4	21,1	-14,1	-13,8	60,2	-41,3	50,1	-35,2	6,1	10,2
2010 Ene	-28,3	-12,1	-6,4	3,4	-11,5	-11,1	-3,0	29,7	-9,1	-2,0	3,9	-10,1
Feb	-11,9	-6,4	3,7	-7,3	-1,3	-5,2	17,9	-11,1	-13,9	4,5	0,3	6,9
Mar	-41,6	-0,8	-29,8	1,2	-14,0	-24,2	2,2	6,9	-10,7	27,5	-0,3	0,4
Abr	-44,4	-6,8	-17,3	1,9	-3,5	-14,4	-5,6	44,5	-18,0	-15,8	0,3	-9,7
May	5,7	-15,5	-28,7	16,1	11,1	-22,4	-1,2	62,6	-28,7	22,1	-0,4	-9,3
Jun	5,0	1,1	-14,4	4,9	-5,6	-8,2	8,5	-9,1	14,9	12,5	6,5	-6,2
Jul	-27,4	4,9	-7,9	7,6	-2,3	-23,3	-0,3	-6,7	-3,6	13,0	1,0	-9,8
Ago	-3,8	-10,3	-15,4	3,9	-2,1	0,0	8,5	0,4	-8,4	15,9	3,9	-0,1
Sep	-11,2	-9,0	-3,5	-5,7	-5,4	-16,9	11,2	15,2	-9,7	15,6	-3,2	0,1
Oct	-92,5	-2,2	15,6	-30,2	-12,5	-77,0	35,3	6,6	-17,7	-4,5	-8,3	2,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2010 Oct	-222,1	-44,7	-135,5	29,2	-68,9	-231,6	134,5	107,8	-50,1	57,9	10,7	-31,5

## G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

## 7.5 Comercio exterior de bienes

### 1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	3,9	8,2	1.561,6	771,1	338,0	413,9	1.303,8	1.610,1	1.019,1	232,9	333,9	1.021,7	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.276,6	627,0	264,2	354,8	1.062,5	1.259,4	727,5	193,6	315,4	838,5	175,1
2009 IV	-9,3	-14,4	328,1	163,6	66,9	91,9	273,6	321,6	189,5	48,5	78,6	212,6	49,3
2010 I	12,9	9,6	354,8	176,2	68,9	98,8	292,7	351,1	209,6	52,3	82,0	232,7	53,1
II	22,3	27,4	377,6	188,2	75,7	103,6	315,7	382,0	232,5	55,9	85,0	252,2	59,8
III	22,7	26,4	394,7	196,8	79,8	107,5	329,1	394,5	240,1	59,2	87,8	261,4	59,1
2010 May	22,8	29,8	124,2	61,4	25,1	34,2	104,0	127,1	77,2	18,1	28,6	83,3	20,5
Jun	26,6	32,2	131,3	65,4	27,0	35,8	110,7	132,8	81,2	20,3	29,1	88,4	20,0
Jul	17,3	25,8	131,0	65,0	26,2	35,7	109,1	131,0	79,5	20,1	28,9	86,8	20,3
Ago	29,9	32,9	131,6	65,7	26,5	35,6	109,4	133,3	81,4	20,1	29,6	88,2	20,6
Sep	22,4	21,6	132,2	66,1	27,1	36,2	110,6	130,1	79,1	19,1	29,3	86,4	18,2
Oct	20,2	20,7	132,0	.	.	.	110,4	128,5	.	.	.	85,3	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,8	154,3	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,6	-14,5	119,4	115,0	119,2	127,5	115,9	108,9	99,8	114,9	136,0	110,5	97,8
2009 IV	-6,7	-7,7	123,1	120,3	121,3	132,7	120,2	111,1	102,2	117,8	139,1	114,7	95,7
2010 I	11,5	4,6	130,2	126,3	124,3	138,8	126,3	116,2	107,2	123,0	140,7	121,8	94,9
II	16,2	14,1	135,0	130,9	134,8	141,4	133,3	119,3	110,7	127,1	140,7	126,7	95,5
III	15,7	12,4	139,1	134,7	142,1	144,0	137,0	120,2	111,6	130,8	141,0	128,0	95,0
2010 Abr	12,4	8,4	132,5	129,4	127,2	139,9	129,4	116,4	107,8	121,3	137,5	122,9	93,0
May	16,9	16,0	133,3	128,3	134,2	140,1	131,9	119,6	110,3	124,7	143,6	126,6	97,6
Jun	19,3	18,0	139,0	134,9	143,1	144,3	138,7	122,1	114,0	135,4	141,1	130,6	95,9
Jul	10,5	10,5	138,0	133,6	140,2	141,6	135,6	119,4	110,7	132,5	138,6	127,0	97,5
Ago	22,9	19,3	139,7	134,7	141,5	145,3	137,3	121,8	113,1	134,3	142,6	130,1	99,3
Sep	15,2	8,4	139,6	135,7	144,5	145,2	138,0	119,5	111,1	125,7	141,7	126,8	88,2

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2008	104,1	1,9	1,7	-0,4	2,3	23,8	1,7	110,8	5,5	-0,4	-4,6	2,3	28,6	-0,2
2009	101,5	-2,6	-3,8	0,6	0,5	-23,7	-2,5	99,2	-10,4	-5,7	-1,3	0,3	-28,3	-4,0
2010 I	103,3	1,6	-0,1	-0,2	0,7	35,6	1,7	104,3	5,3	2,1	-2,4	-0,8	27,2	0,4
II	105,9	4,3	5,2	0,9	2,4	30,9	4,3	109,7	11,2	10,8	0,0	2,7	33,1	5,6
III	106,1	4,6	6,4	1,6	2,9	19,6	4,5	110,2	11,1	12,2	1,9	4,8	25,9	6,7
2010 Jun	106,5	4,6	6,4	1,5	3,1	20,9	4,5	110,7	11,1	12,8	1,6	4,4	25,5	7,0
Jul	106,1	4,6	6,4	1,4	2,9	23,2	4,5	110,1	11,8	12,4	2,0	4,1	29,3	6,7
Ago	106,1	4,2	6,2	1,6	2,7	14,4	4,1	110,3	10,1	11,7	1,8	4,8	21,5	6,3
Sep	106,2	4,9	6,6	1,9	3,0	21,7	4,7	110,2	11,4	12,6	1,9	5,4	27,2	7,1
Oct	105,8	4,7	6,6	1,7	2,8	19,0	4,6	109,6	10,1	11,8	0,9	5,4	21,6	6,3
Nov	106,2	4,8	6,7	2,0	2,8	18,6	4,7	111,0	11,0	13,5	0,5	6,6	23,6	7,1

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2008	1.561,6	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,7	186,5	309,5	65,7	33,7	100,1	68,2	146,1
2009	1.276,6	27,1	40,8	175,2	176,3	49,4	78,8	34,7	152,7	283,6	68,8	28,8	91,8	54,2	112,1
2009 II	311,2	6,6	9,8	42,9	42,4	12,3	19,1	8,4	38,5	70,2	17,0	7,1	22,8	12,5	25,8
2009 III	320,7	6,7	10,4	44,3	44,5	12,0	19,6	9,3	36,8	71,8	17,8	7,2	22,7	14,3	28,1
2009 IV	328,1	6,6	10,7	44,9	45,9	12,4	19,7	9,2	38,0	74,7	18,8	7,3	23,0	14,3	28,5
2010 I	354,8	7,0	11,7	46,7	48,4	13,5	21,4	10,7	41,1	81,6	22,3	8,1	24,9	16,8	31,1
2010 II	377,6	7,4	12,9	47,9	51,7	15,6	22,9	11,4	45,3	87,9	23,4	8,7	25,6	18,6	30,5
2010 III	394,7	7,6	13,1	50,2	54,4	17,2	23,8	12,0	47,9	91,3	23,6	8,9	26,6	18,8	31,8
2010 May	124,2	2,5	4,2	15,7	17,2	5,1	7,5	3,6	15,0	28,9	7,8	2,9	8,4	6,3	9,9
2010 Jun	131,3	2,5	4,6	16,4	18,0	5,4	7,9	4,1	15,5	30,9	8,1	3,0	8,6	6,6	10,7
2010 Jul	131,0	2,5	4,4	16,4	17,7	5,6	7,9	4,0	15,9	30,6	7,9	3,0	8,7	6,2	10,9
2010 Ago	131,6	2,5	4,3	16,8	18,3	5,9	7,9	3,8	16,0	29,9	7,7	3,0	8,9	6,3	10,9
2010 Sep	132,2	2,6	4,4	16,9	18,4	5,8	7,9	4,2	15,9	30,9	8,0	3,0	8,9	6,3	10,0
2010 Oct	132,0	.	.	.	.	5,8	8,2	4,3	15,5	30,9	8,2	3,0	8,9	6,2	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
2009	100,0	2,1	3,2	13,7	13,8	3,9	6,2	2,7	12,0	22,2	5,4	2,3	7,2	4,2	8,8
<b>Importaciones (cif)</b>															
2008	1.610,1	30,7	52,1	164,7	184,9	122,0	70,2	32,4	136,0	479,8	184,5	57,4	141,1	81,7	114,4
2009	1.259,4	26,9	37,5	127,0	161,8	81,6	65,2	26,2	115,4	376,8	158,0	43,8	94,0	59,4	87,6
2009 II	304,3	6,5	8,9	30,9	39,0	18,1	16,2	6,3	30,0	92,3	39,3	10,5	22,8	14,3	19,1
2009 III	312,2	6,8	9,6	31,6	41,1	21,9	16,1	6,6	25,8	92,3	38,3	10,9	22,5	14,8	23,1
2009 IV	321,6	6,7	9,6	32,6	42,7	23,7	16,1	6,8	27,9	94,5	39,1	10,8	24,4	15,5	20,9
2010 I	351,1	6,6	10,4	35,1	45,2	24,5	17,1	7,4	29,3	109,8	45,9	11,7	27,0	16,5	22,2
2010 II	382,0	6,8	11,7	36,3	48,8	27,3	19,5	7,5	32,7	124,0	53,4	12,9	29,3	18,1	19,8
2010 III	394,5	7,0	12,1	37,5	50,4	26,5	19,1	7,5	31,5	127,6	55,8	13,1	28,8	19,7	26,7
2010 May	127,1	2,3	3,8	12,2	16,6	9,7	6,9	2,4	10,2	40,8	17,8	4,2	9,6	6,0	6,6
2010 Jun	132,8	2,4	4,2	12,4	16,8	8,8	6,7	2,6	12,4	43,8	18,9	4,5	9,8	6,3	6,6
2010 Jul	131,0	2,3	4,1	12,5	16,4	9,1	6,5	2,5	10,4	42,5	18,4	4,4	9,5	6,5	8,8
2010 Ago	133,3	2,3	4,1	12,9	16,9	8,9	6,4	2,5	10,5	43,2	18,9	4,3	10,0	6,6	9,1
2010 Sep	130,1	2,4	3,9	12,0	17,0	8,5	6,1	2,5	10,7	41,9	18,5	4,4	9,4	6,6	8,9
2010 Oct	128,5	.	.	.	.	9,0	6,0	2,6	10,8	40,7	17,3	4,3	8,7	6,7	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,1	12,8	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,5	3,5	7,5	4,7	6,9
<b>Saldo</b>															
2008	-48,6	4,4	1,8	55,7	48,9	-43,6	16,5	10,4	50,5	-170,3	-118,8	-23,7	-41,0	-13,6	31,7
2009	17,2	0,2	3,3	48,2	14,5	-32,2	13,5	8,4	37,3	-93,1	-89,1	-15,0	-2,2	-5,2	24,4
2009 II	6,9	0,1	0,9	12,0	3,4	-5,9	3,0	2,1	8,5	-22,1	-22,4	-3,5	0,0	-1,8	6,7
2009 III	8,5	-0,1	0,8	12,7	3,4	-9,8	3,5	2,7	11,1	-20,5	-20,5	-3,7	0,2	-0,5	5,0
2009 IV	6,5	-0,1	1,1	12,3	3,1	-11,3	3,6	2,5	10,1	-19,8	-20,3	-3,4	-1,5	-1,2	7,7
2010 I	3,8	0,4	1,3	11,5	3,1	-11,0	4,3	3,4	11,7	-28,1	-23,6	-3,6	-2,1	0,3	8,9
2010 II	-4,4	0,6	1,2	11,5	2,9	-11,6	3,3	3,9	12,6	-36,1	-30,1	-4,2	-3,8	0,4	10,7
2010 III	0,2	0,6	1,0	12,7	3,9	-9,3	4,7	4,5	16,3	-36,3	-32,2	-4,1	-2,2	-0,8	5,1
2010 May	-2,9	0,1	0,4	3,5	0,6	-4,5	0,6	1,1	4,9	-11,9	-10,0	-1,3	-1,2	0,3	3,3
2010 Jun	-1,5	0,1	0,4	4,0	1,2	-3,5	1,2	1,5	3,2	-12,8	-10,8	-1,5	-1,2	0,3	4,1
2010 Jul	-0,1	0,3	0,3	3,9	1,3	-3,5	1,4	1,6	5,6	-12,0	-10,5	-1,4	-0,7	-0,3	2,1
2010 Ago	-1,7	0,2	0,2	4,0	1,3	-3,1	1,6	1,3	5,5	-13,3	-11,2	-1,3	-1,0	-0,3	1,8
2010 Sep	2,0	0,2	0,5	4,8	1,3	-2,8	1,8	1,6	5,2	-11,1	-10,5	-1,4	-0,4	-0,3	1,2
2010 Oct	3,6	.	.	.	.	-3,2	2,2	1,7	4,7	-9,8	-9,1	-1,3	0,2	-0,5	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2008	110,5	110,1	107,8	105,4	114,8	104,4	118,0	107,2	
2009	111,7	110,6	105,0	106,3	120,6	106,3	120,6	108,0	
2010	104,6	103,0	98,9	.	.	.	112,3	99,3	
2009 IV	113,8	112,2	106,6	107,8	121,4	108,4	122,5	109,0	
2010 I	108,7	107,0	102,3	102,7	114,4	102,9	116,9	103,4	
II	103,1	101,8	97,5	97,6	108,8	97,6	110,4	97,8	
III	102,3	100,9	96,9	96,8	106,9	96,3	109,8	97,2	
IV	104,4	102,5	98,8	.	.	.	112,1	98,7	
2009 Dic	113,0	111,2	105,4	-	-	-	121,7	108,0	
2010 Ene	110,8	108,9	104,1	-	-	-	119,1	105,5	
Feb	108,0	106,1	101,7	-	-	-	116,2	102,7	
Mar	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	102,0	
Abr	106,1	104,5	100,2	-	-	-	113,5	100,5	
May	102,8	101,4	97,1	-	-	-	109,9	97,4	
Jun	100,7	99,4	95,3	-	-	-	107,7	95,5	
Jul	102,5	101,1	97,0	-	-	-	109,9	97,5	
Ago	102,1	100,6	96,7	-	-	-	109,5	97,0	
Sep	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,2	
Oct	106,1	104,2	100,5	-	-	-	113,8	100,3	
Nov	104,8	102,8	99,1	-	-	-	112,4	99,0	
Dic	102,6	100,6	96,9	-	-	-	110,1	96,8	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2010 Dic	-2,0	-2,1	-2,2	-	-	-	-2,1	-2,2	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2010 Dic	-9,2	-9,6	-8,1	-	-	-	-9,5	-10,4	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

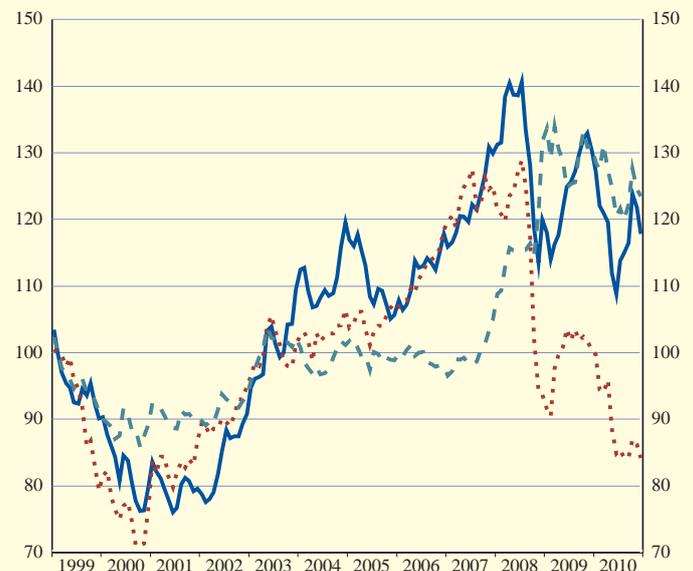
- TCE-21 nominal
- ..... TCE-21 real deflactado por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- ..... JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2010	7,4473	9,5373	0,85784	1,3257	116,24	1,3803	1.531,82	10,2994	1,8055	1,3651	8,0043	1,4423
2010 II	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1.481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
III	7,4498	9,3804	0,83305	1,2910	110,68	1,3321	1.526,12	10,0324	1,7503	1,3416	7,9561	1,4289
IV	7,4547	9,2139	0,85944	1,3583	112,10	1,3225	1.538,70	10,5441	1,7693	1,3757	8,0499	1,3747
2010 Jun	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1.483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
Jul	7,4522	9,4954	0,83566	1,2770	111,73	1,3460	1.538,85	9,9308	1,7588	1,3322	8,0201	1,4586
Ago	7,4495	9,4216	0,82363	1,2894	110,04	1,3413	1.522,39	10,0193	1,7482	1,3411	7,9325	1,4337
Sep	7,4476	9,2241	0,83987	1,3067	110,26	1,3089	1.517,10	10,1470	1,7439	1,3515	7,9156	1,3943
Oct	7,4567	9,2794	0,87638	1,3898	113,67	1,3452	1.560,30	10,7835	1,8116	1,4152	8,1110	1,4164
Nov	7,4547	9,3166	0,85510	1,3661	112,69	1,3442	1.544,16	10,5941	1,7739	1,3831	8,1463	1,3813
Dic	7,4528	9,0559	0,84813	1,3220	110,11	1,2811	1.513,74	10,2776	1,7262	1,3327	7,9020	1,3304
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2010 Dic	0,0	-2,8	-0,8	-3,2	-2,3	-4,7	-2,0	-3,0	-2,7	-3,6	-3,0	-3,7
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2010 Dic	0,1	-13,0	-5,7	-9,5	-16,1	-14,7	-11,1	-9,3	-15,3	-13,4	-6,0	-17,8

	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
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631
2010	25,284	15,6466	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	1,9558	4,2122	7,2891	1,9965
2010 II	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560
III	24,928	15,6466	0,7089	3,4528	282,44	4,0087	1,9558	4,2553	7,2532	1,9560
IV	24,789	15,6466	0,7095	3,4528	275,77	3,9666	1,9558	4,2888	7,3683	1,9897
2010 Jun	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274
Jul	25,328	15,6466	0,7090	3,4528	283,75	4,0814	1,9558	4,2608	7,2198	1,9669
Ago	24,806	15,6466	0,7085	3,4528	281,45	3,9899	1,9558	4,2396	7,2525	1,9484
Sep	24,651	15,6466	0,7091	3,4528	282,10	3,9548	1,9558	4,2655	7,2874	1,9528
Oct	24,531	15,6466	0,7094	3,4528	274,01	3,9496	1,9558	4,2787	7,3277	1,9800
Nov	24,633	15,6466	0,7094	3,4528	275,51	3,9520	1,9558	4,2940	7,3830	1,9717
Dic	25,174	15,6466	0,7096	3,4528	277,62	3,9962	1,9558	4,2929	7,3913	2,0159
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2010 Dic	2,2	0,0	0,0	0,0	0,8	1,1	0,0	0,0	0,1	2,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2010 Dic	-3,5	0,0	0,3	0,0	1,6	-3,6	0,0	1,5	1,4	-8,4

	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa <sup>2)</sup>	Rupia india <sup>3)</sup>	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>1)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14,165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14,443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2010	2,3314	8,9712	-	60,5878	12,041,70	4,2668	16,7373	1,8377	59,739	40,2629	9,6984	42,014
2010 II	2,2762	8,6717	-	57,9879	11,581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
III	2,2589	8,7388	-	59,9818	11,612,07	4,0716	16,5210	1,7979	58,363	39,5260	9,4593	40,825
IV	2,3037	9,0405	-	60,9153	12,178,16	4,2304	16,8206	1,7915	59,240	41,7192	9,3785	40,728
2010 Jun	2,2057	8,3245	-	56,8582	11,169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
Jul	2,2600	8,6538	-	59,8100	11,546,78	4,0924	16,3699	1,7925	59,072	39,1317	9,6351	41,273
Ago	2,2691	8,7520	-	60,0584	11,573,26	4,0654	16,4571	1,8059	58,245	39,1898	9,4192	40,937
Sep	2,2476	8,8104	-	60,0771	11,716,16	4,0570	16,7361	1,7955	57,772	40,2564	9,3236	40,264
Oct	2,3378	9,2665	-	61,7399	12,407,16	4,3092	17,2845	1,8498	60,285	42,1471	9,6165	41,636
Nov	2,3391	9,0895	-	61,4539	12,224,00	4,2588	16,8386	1,7703	59,485	42,3360	9,5320	40,826
Dic	2,2387	8,7873	-	59,6472	11,925,21	4,1313	16,3797	1,7587	58,050	40,7385	9,0143	39,805
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2010 Dic	-4,3	-3,3	-	-2,9	-2,4	-3,0	-2,7	-0,7	-2,4	-3,8	-5,4	-2,5
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2010 Dic	-12,4	-11,9	-	-12,4	-13,8	-17,1	-12,8	-13,7	-14,3	-7,2	-17,5	-18,0

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de estas monedas frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IAPC</b>										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	.	.	6,1	.	.
2010 III	3,3	1,6	2,3	-0,3	1,8	3,6	2,1	7,5	1,3	3,1
IV	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	.	.	7,8	.	.
2010 Oct	3,6	1,8	2,4	0,9	2,6	4,3	2,6	7,9	1,6	3,2
Nov	4,0	1,9	2,5	1,7	2,5	4,0	2,6	7,7	1,7	3,3
Dic	4,4	2,3	2,8	2,4	3,6	.	.	7,9	.	.
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2007	1,1	-0,7	4,8	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,6	3,6	-2,7
2008	1,7	-2,7	3,4	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,8	-2,7	-10,2	-9,2	-4,4	-7,2	-8,6	-0,9	-11,4
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2007	17,2	29,0	27,4	9,0	16,9	66,1	45,0	12,6	40,0	44,5
2008	13,7	30,0	34,2	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,2	52,1
2009	14,7	35,3	41,4	36,7	29,5	78,4	50,9	23,9	41,9	68,2
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2010 Jul	6,05	3,97	2,72	10,00	5,15	7,39	5,84	7,18	2,70	2,97
Ago	5,99	3,56	2,45	10,00	5,15	7,07	5,62	7,15	2,45	2,68
Sep	5,90	3,34	2,40	9,97	5,15	7,04	5,49	7,14	2,53	2,84
Oct	5,82	3,43	2,46	9,24	5,15	6,87	5,53	7,02	2,64	2,80
Nov	5,74	3,59	2,65	8,99	5,15	7,38	5,82	7,04	2,86	3,03
Dic	5,76	3,89	3,01	7,55	5,15	7,92	5,98	7,09	3,21	3,34
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2010 Jul	4,09	1,23	1,13	1,74	1,70	6,17	3,84	6,92	0,87	0,74
Ago	4,04	1,24	1,14	1,28	1,70	5,82	3,82	6,46	0,99	0,73
Sep	3,94	1,22	1,15	1,19	1,65	6,41	3,82	6,48	1,16	0,73
Oct	3,99	1,20	1,19	1,22	1,61	5,90	3,83	6,44	1,37	0,74
Nov	3,99	1,22	1,24	0,95	1,59	5,87	3,86	6,35	1,59	0,74
Dic	3,93	1,22	1,21	0,83	1,56	6,17	3,92	6,00	1,86	0,75
<b>PIB real</b>										
2008	6,2	2,5	-1,1	-4,2	2,9	0,8	5,1	7,3	-0,6	-0,1
2009	-4,9	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,7	-7,1	-5,3	-4,9
2010 I	-4,0	1,0	-0,9	-5,1	-0,6	-1,1	3,1	-2,6	2,8	-0,3
II	0,5	2,3	2,8	-2,6	-0,3	0,6	3,8	-0,5	4,5	1,6
III	1,0	2,8	3,4	2,5	0,8	2,2	4,7	-2,5	6,8	2,7
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2008	-22,3	0,2	2,7	-11,6	-11,3	-6,3	-3,7	-11,1	8,6	-1,3
2009	-8,6	0,1	3,5	11,0	7,6	0,8	-0,5	-3,6	7,4	-1,5
2010 I	-6,7	2,4	2,9	12,0	3,9	4,5	0,2	-6,7	7,8	-2,8
II	-4,3	-2,4	5,1	7,3	7,8	4,0	-0,9	-7,8	6,5	-1,1
III	14,6	-6,8	7,0	3,2	0,6	3,7	-2,7	-1,4	6,2	-2,7
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2008	104,7	50,0	177,8	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	204,4	441,4
2009	107,9	50,8	189,8	156,3	87,2	141,2	59,6	69,1	205,0	416,6
2010 I	106,2	49,0	201,5	162,4	91,1	143,9	57,8	71,7	206,2	436,7
II	107,3	52,4	202,1	164,9	89,7	153,8	60,6	77,0	216,6	428,2
III	103,5	.	.	162,6	88,8	142,8	.	.	202,2	429,3
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2008	12,5	5,1	6,7	22,0	10,4	4,8	7,5	22,9	3,1	2,3
2009	12,8	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	1,6	7,2	4,8	5,7
2010 I	7,7	-2,2	0,3	-18,8	-10,8	0,2	7,4	-	-0,6	4,4
II	0,4	-0,9	-2,4	-15,2	-10,0	-2,8	5,9	-	-1,8	0,5
III	-1,2	1,6	-2,4	-6,8	-7,7	-0,1	4,8	-	-2,8	.
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2008	5,6	4,4	3,4	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010 II	9,9	7,3	7,5	19,4	18,2	11,3	9,6	7,1	8,5	7,8
III	10,1	7,1	7,4	18,2	18,3	11,0	9,6	7,3	8,3	7,7
2010 Sep	10,1	7,1	7,6	18,2	18,3	11,0	9,7	7,3	8,2	7,8
Oct	10,1	7,2	7,8	.	.	11,2	9,8	.	8,1	.
Nov	10,2	7,3	8,0	.	.	11,3	9,8	.	7,8	.

Fuentes: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

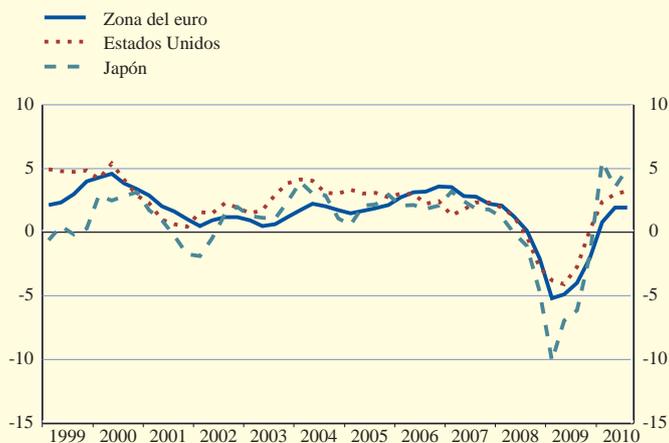
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); <sup>3)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>4)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Estados Unidos</b>											
2007	2,9	2,4	1,9	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-10,9	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	.	.	.	.	.	.	0,34	3,57	1,3257	.	.
2009 IV	1,4	-3,4	0,2	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	68,6
2010 I	2,4	-2,9	2,4	3,9	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,7	71,7
II	1,8	-1,9	3,0	8,8	9,7	1,6	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
III	1,2	-1,1	3,2	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
IV	.	.	.	.	.	.	0,29	3,57	1,3583	.	.
2010 Ago	1,1	.	.	6,9	9,6	2,7	0,36	2,58	1,2894	.	.
Sep	1,1	.	.	6,4	9,6	3,0	0,29	2,69	1,3067	.	.
Oct	1,2	.	.	6,6	9,6	3,2	0,29	2,82	1,3898	.	.
Nov	1,1	.	.	6,0	9,8	3,3	0,29	3,12	1,3661	.	.
Dic	.	.	.	.	.	.	0,30	3,57	1,3220	.	.
<b>Japón</b>											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	0,4	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2010	.	.	.	.	.	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2009 IV	-2,0	-3,6	-1,8	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	-3,7	5,5	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
II	-0,9	-1,2	3,5	21,0	5,2	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
III	-0,8	.	5,0	13,6	5,1	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
IV	.	.	.	.	.	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2010 Ago	-0,9	.	.	15,1	5,1	2,8	0,24	1,06	110,04	.	.
Sep	-0,6	.	.	11,6	5,0	2,8	0,22	1,03	110,26	.	.
Oct	0,2	.	.	4,3	5,1	2,8	0,20	1,01	113,67	.	.
Nov	0,1	.	.	5,9	5,1	2,6	0,19	1,27	112,69	.	.
Dic	.	.	.	.	.	2,4	0,18	1,18	110,11	.	.

### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



## LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

#### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del pe-

rído indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas f) o g).

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula g).

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

#### SECCIONES 3.1 A 3.5

##### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

##### CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (em-

pleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos).

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

## SECCIONES 4.3 Y 4.4

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las esti-

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

maciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

#### CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

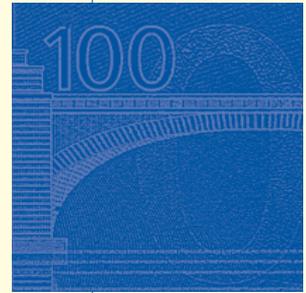
#### SECCIÓN 7.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 12 de enero de 2011.

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

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro sólo hay tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año anterior, este mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Poste-

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

riormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras moneta-

rias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección

2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones obtenidos a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en el cálculo de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En la publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El ba-

lance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.10 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

En el «Manual on investment fund statistics» figura más información sobre estas estadísticas de fondos de inversión. Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se recopila con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de ex-

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

plotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los

índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis me-

ses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector

emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las

diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>3</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/>

<sup>3</sup> Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

index.en.html pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

### **PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO**

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>4</sup>. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la

elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>5</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>6</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales.

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.

Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>7</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>8</sup>. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para

vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>9</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administra-

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

9 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

ciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>10</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

#### **TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR**

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)<sup>11</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>12</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/inter-

national investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes

10 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

tes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la ex-

cepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Euro-sistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos

incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bie-

nes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n.º 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-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, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, titulado «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro», en el Boletín Mensual de enero de 2010, la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

### 5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

### 5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de fre-

cuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

### 2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

### 7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2008 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

#### 4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

#### 2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE, 8 DE OCTUBRE Y 5 DE NOVIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

#### 3 DE DICIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 13 de abril de 2010.

#### 14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

#### 4 DE MARZO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

#### 8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

#### 10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

#### 10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectiva-

mente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

#### 8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

#### 2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

#### 7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

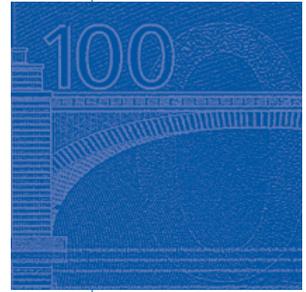
#### 2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### 13 DE ENERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.





## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

### PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

### DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

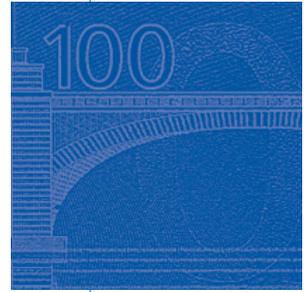
### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).



## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos exteriores netos de las IFM:** Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Comercio exterior de bienes:** Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta financiera:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

**Desinflación:** Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

**Deuda (Administraciones Públicas):** Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

**Deuda externa bruta:** El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Empresas de seguros y fondos de pensiones:** Un sector que según la definición del SEC 95 está formado por todas las sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financieras resultante de la compensación de riesgos.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB):** Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El EURIBOR se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

**Exigencia de reservas:** Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Facilidad marginal de crédito:** Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Factores autónomos de liquidez:** Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operaciones de absorción de liquidez:** Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

**Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

**Operación de mercado abierto:** Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

**Operación principal de financiación (OPF):** Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Otras inversiones:** Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** Total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas,

la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Sociedades instrumentales:** Una entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulación. Estas sociedades suelen emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas. En algunos casos, la sociedad instrumental simplemente mantiene los activos titulizados y emite los valores a través de otra entidad, que con frecuencia es otra sociedad instrumental.

**Subasta a tipo de interés fijo:** Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

**Subasta a tipo de interés variable:** Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo mínimo de puja:** Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

**Titulización:** Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

**Vacantes:** Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad:** El grado de fluctuación de una variable dada.

**Volatilidad implícita:** La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.