



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL  
ABRIL**

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA



## **BOLETÍN MENSUAL ABRIL 2010**

En el año 2010,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 500 euros.

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

© Banco Central Europeo, 2010

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid, 2010

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 13446000

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

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

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 7 de abril de 2010.*

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



# ÍNDICE

## EDITORIAL

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

#### Recuadros

- |   |   |    |
|---|---|----|
| 1 | Perspectivas de recuperación del mercado de trabajo de Estados Unidos   | 11 |
| 2 | Debilidad del crecimiento monetario: análisis de episodios anteriores   | 19 |
| 3 | Reacción de los mercados monetarios a los anuncios relativos a la retirada de las medidas no convencionales     | 29 |
| 4 | Evolución de los beneficios y su comportamiento después de períodos de recesión                                 | 42 |
| 5 | Inversión empresarial, utilización de la capacidad productiva y demanda   | 49 |
| 6 | La actual recuperación de la zona del euro en los distintos sectores económicos desde una perspectiva histórica | 52 |
| 7 | Dimensión internacional del desapalancamiento bancario  | 66 |

### ARTÍCULOS

- |  |    |
|--|----|
| Herramientas para la elaboración de las proyecciones a corto plazo de la inflación de la zona del euro | 69 |
| Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero                 | 79 |
| Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial                | 97 |

## 5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

### ANEXOS

- |    |   |      |
|----|---|------|
| 9  | Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema   | I    |
| 39 | El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) | V    |
| 47 | Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de 2009   | VII  |
| 60 | Glosario  | XIII |

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 8 de abril de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de marzo de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes han confirmado que, en los primeros meses de 2010, la recuperación económica de la zona del euro ha seguido su curso. En general, el Consejo de Gobierno espera que en 2010, en un entorno de incertidumbre, el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, y que posiblemente su patrón de crecimiento sea irregular debido a diversos factores de carácter especial. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta al análisis económico, la economía de la zona del euro registró un crecimiento del 0,4% en el tercer trimestre de 2009, tras un período de pronunciado descenso, mientras que, según la segunda estimación de Eurostat, en el cuarto trimestre el PIB real permaneció estable. La economía se ha beneficiado de la actual recuperación de la economía mundial, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los indicadores disponibles, en particular los últimos datos positivos procedentes de las encuestas empresariales, sugieren que la recuperación económica de la zona

del euro ha continuado durante los primeros meses de 2010, aunque podría haberse visto afectada por varios factores de carácter especial, como las adversas condiciones meteorológicas. En consecuencia, es posible que el crecimiento del PIB real de la zona del euro haya sido muy desigual entre finales del año pasado y principios de este año, por lo que conviene hacer abstracción de la volatilidad de los datos trimestrales y comparar la evolución del crecimiento en base a datos semestrales. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el crecimiento del PIB real continúe a ritmo moderado en 2010, debido a que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores y las expectativas de utilización reducida de la capacidad productiva probablemente frenen la inversión, y a que la debilidad de las perspectivas de los mercados de trabajo está frenando el consumo.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados, en un entorno de incertidumbre. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más fuerza de lo previsto y la confianza podría mejorar más de lo esperado. Asimismo, podrían producirse efectos más fuertes de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por el lado negativo, sigue existiendo la preocupación de que, en relación con las tensiones renovadas existentes en algunos segmentos del mercado financiero, la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pudiera tener mayor intensidad o duración de lo esperado, de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas y una intensificación de las presiones proteccionistas; por último, también podría producirse una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en marzo de 2010 en el 1,5%, frente al 0,9% registrado en febrero. Aunque todavía no

se dispone de datos desagregados de la evolución general del IAPC, este resultado, superior al esperado, podría estar relacionado en particular con el componente energético, así como con los precios de los alimentos, posiblemente en parte como resultado de las condiciones meteorológicas. Se espera que la inflación siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Como reflejo de la débil recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países, se espera que precios, costes y salarios sigan siendo muy moderados. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

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

Por lo que se refiere al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en febrero en el  $-0,4\%$ . En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado siguió siendo débil, registrando un  $-0,4\%$ , a pesar del flujo positivo observado en este mes. En conjunto, los últimos datos siguen respaldando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo asociadas a la evolución monetaria son reducidas. Es probable que el crecimiento crediticio y de M3 siga siendo débil también durante los próximos meses.

La continuación de la fuerte pendiente de la curva de rendimientos representa un incentivo para desviar fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo e implica asimismo que el crecimiento actual de M3 es inferior al ritmo subyacen-

te de la expansión monetaria. Al mismo tiempo, los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos instrumentos incluidos en M3 suponen un bajo coste de oportunidad de mantener fondos en los componentes más líquidos incluidos en M1, que ha seguido registrando un fuerte crecimiento interanual, situándose en febrero en el  $10,9\%$ . Sin embargo, los flujos mensuales en los componentes de M3 fueron en general pequeños en febrero, lo que sugiere que el fuerte impacto de la actual configuración de tipos de interés puede estar desapareciendo progresivamente.

El signo negativo de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado sigue ocultando evoluciones contrapuestas: por una parte, un incremento del crecimiento interanual de los préstamos concedidos a hogares y, por otra, un crecimiento interanual negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Al mismo tiempo, el flujo de préstamos a empresas en febrero fue positivo por primera vez desde agosto de 2009 y detuvo el descenso de la tasa de crecimiento interanual. Esta evolución positiva a corto plazo ha de evaluarse con cautela, teniendo en cuenta la volatilidad de los datos mensuales. Además, es una característica normal del ciclo económico que los préstamos a sociedades no financieras se mantengan en un nivel bajo durante algún tiempo después de que la actividad económica haya repuntado.

La reducción del tamaño de los balances de las entidades de crédito parece haberse detenido en los primeros meses de 2010. No obstante, las entidades siguen afrontando el reto de incorporar nuevos posibles ajustes, garantizando al mismo tiempo la disponibilidad de crédito para el sector no financiero. Para responder a este reto, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación para reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para apoyar la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis dis-

ponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de marzo de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes han confirmado que, en los primeros meses de 2010, la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo. En general, el Consejo de Gobierno espera que en 2010, en un entorno de incertidumbre, el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado, y que posiblemente su patrón de crecimiento sea irregular debido a diversos factores de carácter especial. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

En lo que concierne a la política fiscal, es ahora esencial que los Gobiernos reduzcan los desequilibrios presupuestarios y corrijan los déficits excesivos en los plazos acordados. En algunos países de la zona del euro, el saneamiento presupuestario comenzará este año y en todos los demás tendrán que aplicarse medidas correctoras en 2011 a más tardar. El saneamiento presupuestario deberá exceder sustancialmente el ajuste anual estructural del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento; además, es necesario definir y aplicar estrictamente estrategias creíbles de ajuste presupuestario, lo que requiere esfuerzos concretos, especialmente por parte de los países con elevados niveles de déficit público y altas ratios de deuda en relación con el PIB, con mayor motivo, considerando el aumento esperado de los costes presupuestarios relacionados con el envejecimiento de la población. Asimismo, es necesario prestar especial atención a las reformas del gasto. El Consejo de

Gobierno acoge con satisfacción la declaración sobre Grecia emitida el 25 de marzo por los Jefes de Estado y de Gobierno de los países de la zona del euro y apoya plenamente la intención de reforzar la vigilancia de los riesgos económicos y presupuestarios y los instrumentos para su prevención, incluido el procedimiento de déficit excesivo. El Consejo de Gobierno se felicita también de la decisión de trabajar para definir un marco firme para la resolución de crisis. El progreso en estos ámbitos debería dirigirse a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y favorecer el buen funcionamiento de la UEM.

En cuanto a las reformas estructurales, los acuerdos suscritos en la reunión del Consejo Europeo del 25 y el 26 de marzo referidos a la estrategia Europa 2020 deberían contribuir a reforzar la creación de empleo, la competitividad y el crecimiento sostenible. A este fin, las políticas deberían centrarse ahora en el fomento de la competencia, mientras que las medidas de apoyo a determinados sectores aplicadas durante la crisis deberían retirarse progresivamente. En los mercados de trabajo, se requieren suficiente flexibilidad en la fijación de los salarios y un aumento de los incentivos para trabajar, a fin de evitar un crecimiento del desempleo estructural en los próximos años. Asimismo, sigue siendo esencial una reestructuración apropiada del sector bancario. Unos balances saneados, la gestión efectiva del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y robustos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y garantizar un acceso adecuado a la financiación, creando las condiciones para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera.

En lo que se refiere al sistema de activos de garantía del Eurosistema, el Consejo de Gobierno ha decidido mantener el umbral mínimo de calidad crediticia de los activos negociables y no negociables del sistema de activos de garantía del Eurosistema al nivel de grado de inversión (es decir, BBB-/Baa3) más allá del año 2010, excepto en el caso de los bonos de titulización de activos (ABS, en sus siglas en inglés). Asimismo, el Consejo de



Gobierno ha decidido aplicar, a partir del 1 de enero de 2011, un sistema de recortes de valoración escalonados a los activos con una calificación en el rango BBB+ a BBB- (o equivalente). Este sistema sustituirá al recorte adicional y uniforme del 5% que actualmente se aplica a estos activos. El sistema detallado de recortes de valoración se basa en una serie de parámetros que se especifican en una nota de prensa publicada en el sitio web del BCE.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se describen algunas de las herramientas para la elaboración de proyecciones a corto plazo de la inflación que se utilizan en el BCE. En el segundo artículo se presentan las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro para contener el impacto de la crisis en el sector financiero. El tercer artículo trata sobre las perspectivas de los desequilibrios reales y financieros a escala mundial.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial sigue mostrando señales cada vez más claras de un retorno al crecimiento. Las presiones inflacionistas han seguido siendo más bien moderadas, como resultado del notable margen de capacidad productiva sin utilizar. Si bien persiste la incertidumbre respecto a la sostenibilidad del crecimiento en el futuro, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

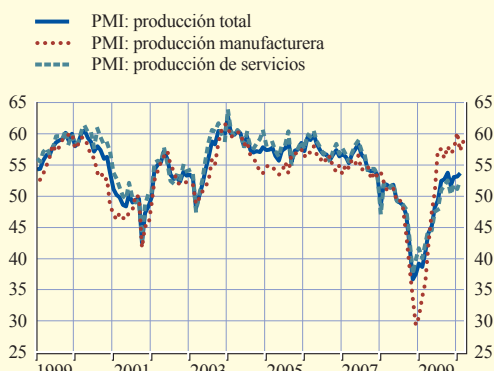
Los indicadores recientes sugieren, una vez más, que la economía mundial se encamina por la senda de la recuperación, respaldada por las políticas de estímulo fiscal y monetario, por un prolongado ciclo de existencias y por las mejoras de la confianza, tanto empresarial como de los consumidores. El comercio mundial también muestra señales de una recuperación más sólida, a pesar de la ligera contracción, en tasa intermensual, observada en enero.

Los indicadores de corto plazo muestran una nueva mejora de la situación económica mundial. El indicador PMI (índice de directores de compras) mundial aumentó en marzo por octavo mes consecutivo, señalando un incremento de la actividad comercial tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1). Si bien el sector manufacturero siguió siendo el principal motor de la recuperación, el sector servicios dio muestras de renovado empuje y redujo el diferencial con respecto al sector manufacturero. Al mismo tiempo, los indicadores del mercado de trabajo mostraron señales de estabilización del empleo total.

Las presiones inflacionistas mundiales han seguido siendo más bien moderadas, como resultado del notable margen de capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por el IPC, fue del 1,9% en el año transcurrido hasta febrero, frente al 2,1% registrado en el mes anterior (véase gráfico 2). Este ligero descenso de las tasas de inflación refleja, principalmente, la desaceleración de los precios de la energía en su momento. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se mantuvo prácticamente estable, en el 1,5%, en febrero, en niveles próximos a los mínimos de los diez últimos años.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

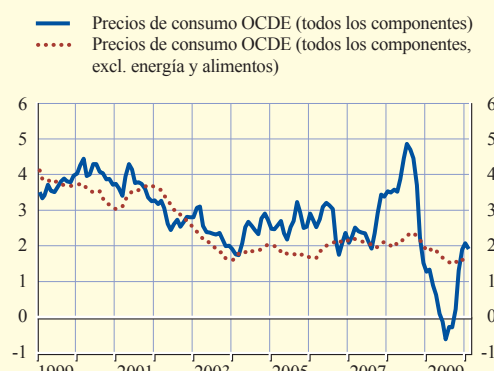
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

dios del indicador PMI mundial apuntan a un nuevo incremento de los costes medios, las presiones inflacionistas siguen siendo, en general, limitadas en consonancia con una lenta recuperación de la demanda.

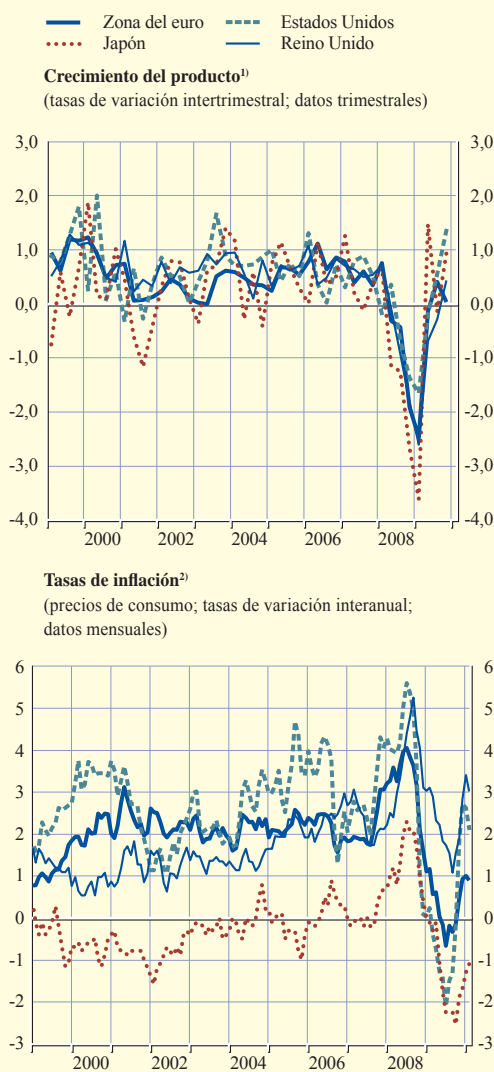
### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real cobró impulso en el cuarto trimestre de 2009, tras haber retornado a cifras positivas en el tercer trimestre. Según la estimación final de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real aumentó un 5,6%, en tasa anualizada, en el cuarto trimestre. La aceleración del crecimiento reflejó, principalmente, una contribución positiva de la inversión en existencias, ya que las empresas liquidaron sus existencias a un ritmo más lento. Además, tanto el gasto en consumo como la inversión residencial siguieron aumentando, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, dado que la frágil situación del mercado de trabajo y los esfuerzos por incrementar el ahorro continuaron frenando el gasto de los hogares (véase recuadro1). La inversión no residencial en capital fijo contribuyó positivamente al crecimiento por primera vez en un año. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB se vio empañado por el descenso de la inversión y el consumo públicos, en la medida en que las administraciones territoriales redujeron el gasto. De cara al futuro, se prevé que el respaldo del ciclo de existencias y de las medidas de estímulo del gobierno federal al crecimiento del PIB pierda fuerza en el segundo semestre del año.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, experimentó una desaceleración, desde el 2,6% de enero hasta el 2,1% de febrero. La reciente desaceleración refleja una relajación de las presiones inflacionistas sobre la mayoría de los componentes básicos, en particular, los costes de la vivienda, en un entorno caracterizado por los amplios márgenes de capacidad productiva no utilizada. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se redujo hasta el 1,3% en febrero, desde el 1,6% de enero.

El 16 de marzo de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales.

**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.

Recuadro I

PERSPECTIVAS DE RECUPERACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO DE ESTADOS UNIDOS

La recesión que se inició en diciembre de 2007 se ha asociado a un ajuste excepcionalmente drástico en el mercado de trabajo de Estados Unidos. En febrero de 2010 ya se habían perdido en total 8,4 millones de empleos en el sector no agrícola. Si bien los datos de empleo muestran algunas mejoras en marzo, sigue preocupando que el actual repunte económico pueda terminar siendo otra recuperación «sin empleo». Este término suele utilizarse en Estados Unidos para describir una situación en la que el empleo sigue contrayéndose al menos durante un año al tiempo que se recupera la economía, como se observó a principios de las décadas de los noventa y los 2000<sup>1</sup>. De hecho, la evolución reciente del empleo en Estados Unidos ha sido incluso más débil que cuando se produjeron esas recuperaciones sin empleo (véase gráfico A). A continuación, se analizan los principales factores que podrían desacelerar el repunte del mercado de trabajo en Estados Unidos en el corto plazo.

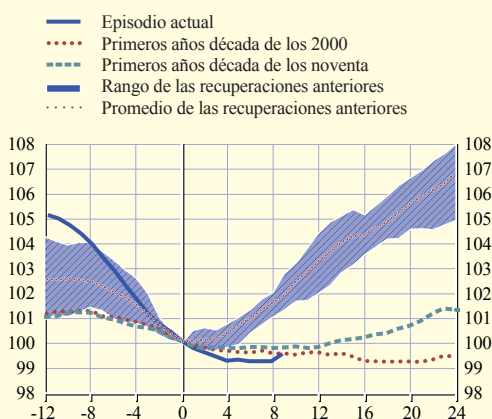
Actividad económica y mercado de trabajo

La fortaleza de la recuperación en el mercado de trabajo depende fundamentalmente de la recuperación del PIB. En general, las recuperaciones sin empleo de principios de las décadas de los noventa

1 Véase, por ejemplo, S. Schreft, A. Singh y A. Hodgson, «Jobless recoveries and the wait-and-see hypothesis», *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, cuarto trimestre 2005.

Gráfico A Empleo en el sector no agrícola durante las recuperaciones en Estados Unidos

(eje vertical: índices, fin de recesión = 100; eje horizontal: meses transcurridos desde el mínimo)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, NBER y expertos del BCE.  
Nota: En el eje horizontal, t=0 corresponde al mínimo. Tanto el promedio como el rango mínimo-máximo se basan en todas las recuperaciones de la economía estadounidense desde 1954, excepto las recuperaciones sin empleo de principios de las décadas de los noventa y los 2000, así como la primera parte de la recuperación de 1980. Se supone que la recuperación más reciente comenzó en junio de 2009. La última observación corresponde a marzo de 2010.

Evolución del PIB y del mercado de trabajo durante las recuperaciones en Estados Unidos

(porcentajes, salvo indicación en contrario)

	Descenso del PIB durante la recesión	Crecimiento del PIB en el primer año de la recuperación	Crecimiento del PIB durante los trimestres 3º a 6º de la recuperación	Trimestres hasta el primer descenso sostenido del desempleo <sup>1)</sup>
Promedio de recuperación sin empleo (comienzos décadas de los noventa y los 2000)	-0,3	2,3	0,3	8
Promedio de recuperaciones anteriores <sup>2)</sup>	-2,0	7,2	3,7	2
Recuperación actual <sup>3)</sup>	-3,7	3,5		

Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics y expertos del BCE.

1 El primer descenso sostenido del paro se define como el trimestre en el que el desempleo cayó por primera vez después de que el PIB registrara su nivel mínimo, sin que esa caída se revirtiera en trimestres posteriores.

2 Esta media incluye todas las recuperaciones de la economía estadounidense desde 1954, salvo las de principios de las décadas de los noventa y los 2000 y la primera parte de la recuperación de 1980.

3 Se supone que la recesión más reciente terminó en el segundo trimestre de 2009, y la tasa de crecimiento del PIB en el primer año de la recuperación se basa en las previsiones de Consensus Economics.

y los 2000 se asociaron a repuntes más lentos (y recesiones menos profundas) que los otros episodios registrados en Estados Unidos en la posguerra (véase cuadro). Cabe el riesgo de que el repunte actual del PIB, que sigue a la recesión más grave del período de posguerra, pudiera ser moderado en comparación, debido a las restrictivas condiciones de concesión de crédito, a la elevada incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas, al gran volumen de capacidad productiva sin utilizar que frena la inversión y a la necesidad que tienen los hogares de aumentar su ahorro. Una recuperación lenta de la actividad sería coherente con la evidencia histórica observada en otros países que han experimentado crisis financieras y podría empañar las perspectivas del empleo en Estados Unidos.

### Cambios estructurales y persistencia del desempleo

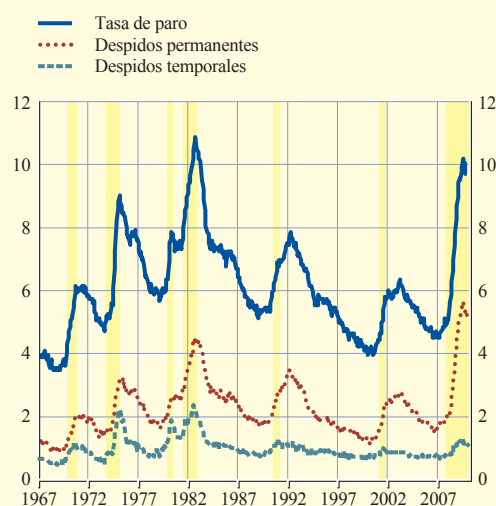
Normalmente, las recesiones desencadenan cambios estructurales en la economía o aceleran los procesos de transformación en curso. Una fuerte reasignación de trabajadores y capital entre los distintos sectores puede hacer que la recuperación del empleo se retrase y sea más débil, ya que los trabajadores tardan en reciclarse y ser contratados en otros sectores. Algunos trabajadores pueden incluso salir de la población activa. Durante la recesión más reciente, algunos sectores de la economía estadounidense —especialmente la construcción y el sector del automóvil— se han visto particularmente afectados y podrían reducir su fuerza de trabajo de forma permanente<sup>2</sup>.

Los cambios económicos estructurales que requieren una reasignación de trabajadores entre los distintos sectores pueden hacer que el desempleo sea más persistente. Esto implicaría que la tasa de paro podría seguir siendo elevada durante un período prolongado. De hecho, varios indicadores sugieren una mayor persistencia del desempleo<sup>3</sup>.

En primer lugar, los despidos permanentes —a diferencia de los temporales— han aumentado significativamente durante la presente recesión, mucho más que en las recesiones anteriores de las décadas de los setenta y los ochenta, a las que siguió un fuerte crecimiento del empleo en la fase de recuperación (véase gráfico B). En segundo lugar, la duración media del desempleo se situó en 31,2 semanas en marzo, un máximo histórico desde que se comenzaron a registrar las cifras de paro en 1948. La elevada duración del desempleo podría dar lugar a una pérdida de cualificaciones, lo que causaría efectos de

**Gráfico B Tasa de paro y despidos en Estados Unidos**

(porcentaje de la población activa)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y NBER.

Nota: El término «Despidos temporales» designa a los individuos que han perdido su empleo pero a los que se les ha dado una fecha de retorno al trabajo o esperan volver en un plazo máximo de seis meses. «Despidos permanentes» se aplica a quienes han dejado de trabajar de forma involuntaria y han comenzado a buscar empleo. La diferencia entre el paro total y los despidos temporales más los despidos permanentes corresponde a la suma de los que abandonan el empleo, los que se reincorporan al mercado de trabajo y los que acceden a él por primera vez. Las zonas sombreadas corresponden a las recesiones.

2 Véase un análisis de los factores estructurales que han contribuido a la recuperación sin empleo de los primeros años de la década de los 2000 en E. Groshen y S. Potter, «Has structural change contributed to a jobless recovery?», *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9 (8), Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 2003.

3 No obstante, la mayor persistencia del desempleo también puede atribuirse a otros factores, entre ellos, la duración de la recesión, las medidas de política que han prolongado la duración de las prestaciones por desempleo durante la crisis y una posible reducción de la movilidad del factor trabajo dentro de Estados Unidos (debida al hecho de que la desaceleración del mercado de la vivienda ha hecho que el capital inmobiliario de muchos hogares estadounidenses se torne negativo).

histéresis, aunque, históricamente, este fenómeno no ha sido muy importante desde el punto de vista del paro en el caso de Estados Unidos, especialmente si se compara con los países europeos<sup>4</sup>.

### El papel de la contratación «just-in-time»

Las anteriores recuperaciones económicas sin empleo se caracterizaron también porque los empleadores recurrieron masivamente a la contratación temporal y a tiempo parcial, así como a las horas extraordinarias —durante y después de la recesión— para aumentar la flexibilidad de su fuerza de trabajo. Esta opción de empleo «just-in-time» reduce la necesidad de contratar trabajadores en previsión de un futuro aumento de la demanda, ya que las empresas pueden esperar hasta que esa demanda se materialice efectivamente y ajustar rápidamente las jornadas laborales.

Este tipo de prácticas también parecen haber desempeñado un papel en el último episodio. En primer lugar, en las primeras etapas de la recuperación, aumentó significativamente el empleo a tiempo parcial por motivos económicos (es decir, el número de individuos que trabajaban a tiempo parcial porque no había empleo a tiempo completo). En segundo lugar, durante la reciente recesión las horas extraordinarias se redujeron drásticamente y hasta hace muy poco no han comenzado a recuperarse. Ambos sucesos revelan un recurso cada vez mayor al ajuste de la jornada laboral más que al empleo, por lo menos en las primeras etapas de la recuperación. Si bien estas prácticas no significan que la recuperación del empleo sea, en general, menor de lo habitual, sí tienden a retrasar el repunte del empleo a tiempo completo.

### Conclusión

En resumen, la recuperación del mercado de trabajo estadounidense podría asemejarse, posiblemente, a las recuperaciones de principios de las décadas de los noventa o los 2000 en el sentido de que podría producirse más tarde y ser más moderada que en los otros episodios registrados en Estados Unidos en el período de posguerra. Algunas características importantes de las anteriores recuperaciones sin empleo —un repunte débil de la actividad, cambios estructurales y recurso a la contratación «just-in-time»— también parecen estar presentes en el episodio actual.

4 Véase J. Roberts y N. Morin, «Is hysteresis important for US unemployment?», *The Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, n.º 1999-56, 1999.

## JAPÓN

En Japón, la recuperación continuó en el cuarto trimestre de 2009; el crecimiento vino determinado no solo por la demanda exterior, sino también por un repunte de la demanda interna. La segunda estimación provisional, publicada por la Oficina Económica del Gobierno, indica que el PIB real creció un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre. El crecimiento del tercer trimestre se revisó a la baja, registrando cifras negativas. De cara al futuro, se espera que la recuperación económica siga estando determinada, principalmente, por las importantes medidas de estímulo fiscal y por el crecimiento de las exportaciones, a las que ha beneficiado el sólido repunte de varias economías de Asia.

Los precios de consumo siguieron bajando en febrero, pero a un ritmo más lento en tasa interanual. La inflación general, medida por los precios de consumo, se redujo un 1,1%, en tasa interanual, en febrero, tras una contracción del 1,3% en enero. Excluidos los alimentos frescos, la inflación fue de un -1,2% en el año transcurrido hasta febrero. Excluidos los precios de la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el -1,1%.

En su reunión de 17 de marzo de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

### REINO UNIDO

En Reino Unido, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se tornó positiva en el cuarto trimestre de 2009. Según las estimaciones revisadas, el PIB real creció un 0,4% en ese trimestre, frente a la caída del 0,3% registrada en el trimestre anterior. El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre estuvo determinado, principalmente, por el gasto de los hogares, que se incrementó un 0,4%, en cifras intertrimestrales, y por el consumo público final, que aumentó un 1%, mientras que la inversión empresarial continuó reduciéndose. En general, los indicadores de corto plazo sugieren que la mejora gradual de la situación económica ha continuado a principios de 2010. El flujo total de préstamos netos a los particulares aumentó en enero, aunque desde niveles reducidos. Por lo que respecta a los precios de la vivienda, tras varios meses de recuperación sostenida, la tasa de crecimiento intermensual se tornó negativa en febrero. De cara al futuro, se prevé que la actividad seguirá recuperándose gradualmente, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo fiscal y monetario y la mejora de la situación económica mundial. No obstante, la intensidad de la recuperación sigue siendo incierta.

La inflación interanual, medida por el IAPC, ha seguido siendo elevada, situándose en el 3% en febrero. En los últimos meses, 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 general, la situación económica ha seguido mejorando en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la evolución del crecimiento intertrimestral del PIB real ha sido bastante volátil en varios países. La desigual trayectoria del crecimiento refleja el impacto del ciclo de existencias, el ajuste fiscal en curso en algunos países y otros factores de carácter transitorio.

En Suecia, el PIB real se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2009, caída notablemente más pronunciada que la registrada en el tercer trimestre, que fue del 0,1%. En Dinamarca, el PIB real creció un 0,2% en el cuarto trimestre, tras un aumento del 0,4% en el tercer trimestre. Los indicadores de corto plazo apuntan a sendas mejoras de la situación económica en ambos países a comienzos de 2010. En febrero, la inflación interanual, medida por el IAPC, se moderó ligeramente en Dinamarca, hasta el 1,8% (desde el 1,9% de enero), mientras que, en Suecia, aumentó levemente hasta el 2,8% (desde el 2,7% de enero). El 26 de marzo de 2010, el Danmarks Nationalbank decidió recortar su tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,55%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, las trayectorias de crecimiento fueron bastante desiguales en el cuarto trimestre, según indican las estimaciones de avance. Mientras que, en Hungría, la caída del PIB real se moderó de nuevo hasta el -0,4%, en tasa intertrimestral (frente al -1,2% registrado en el tercer trimestre), el crecimiento se tornó negativo en Rumanía: -1,5% frente al crecimiento positivo del 0,1% observado en el tercer trimestre. En Polonia y la República Checa, el crecimiento intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 1,2% y el 0,7%, respectivamente, en el cuarto trimestre. En conjunto, tanto los indicadores recientes sobre confianza y producción industrial, como los datos de comercio exterior apuntan a una mejora de la actividad en todos estos países a comienzos de 2010. Al mismo tiempo, existe una considerable incertidumbre respecto a la evolución económica en los próximos trimestres y persisten algunos riesgos importantes, como lo demuestra el aumento de las tasas de paro.

En los últimos meses, la evolución de la inflación ha sido más bien heterogénea en los distintos Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. La inflación interanual, medida por el IAPC, ha estado oscilando en niveles bastante bajos en la República Checa, situándose en el 0,4% en febrero. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, la inflación interanual, medida por el IAPC, se ha mantenido en niveles elevados, situándose en el 5,6%, el 3,4% y el 4,5%, respectivamente, en febrero. El 29 de marzo de 2010, el Magyar Nemzeti Bank decidió rebajar su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 5,5%, y la Banca Națională a României, con una decisión similar, redujo su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 6,5%.

### ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La mayoría de las economías emergentes de Asia ya han alcanzado o sobrepasado los niveles de PIB real observados antes del inicio de la reciente recesión. En Asia, las altas tasas de crecimiento han venido acompañadas, recientemente, de una reactivación de las presiones inflacionistas, especialmente en India y China, debido, sobre todo, a la subida de los precios de los alimentos y a efectos de base. Si bien las políticas fiscales y monetarias aplicadas en la región han seguido siendo favorables, tanto el Banco Central de la República Popular China como el Banco de Reserva de India han seguido absorbiendo liquidez. Además, en marzo, este último elevó su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, la primera subida de tipos desde julio de 2008.

En China, han comenzado a aparecer las primeras señales de recalentamiento. El crecimiento de la producción industrial aumentó a una tasa interanual del 20,7% en los dos primeros meses de 2010, frente al 17,9% del último trimestre de 2009. El crecimiento de la inversión nominal urbana en activos fijos siguió siendo sólido, con una tasa del 26,7% en los dos primeros meses de 2010. La inversión total es cada vez más autosostenida y está siendo impulsada por el sector privado. La inversión en infraestructura pública creció un 31%, en tasa interanual, en los dos primeros meses de 2010, lo que representa una significativa desaceleración en comparación con el crecimiento interanual del 57% observado en el último trimestre de 2009, de lo que se deduce que las autoridades locales han comenzado a retirar gradualmente las medidas de estímulo fiscal. El crecimiento del agregado monetario amplio y el nivel de los nuevos préstamos en moneda nacional se han mantenido por encima de los objetivos oficiales del 17% y de 7,5 billones de CNY, respectivamente, pese a haberse registrado últimamente cierta moderación. La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó hasta el 2,7% en febrero, desde el 1,5% de enero, impulsada, principalmente, por un incremento de los precios de los alimentos como consecuencia de las desfavorables condiciones meteorológicas. Los precios de la propiedad y de la vivienda han seguido subiendo, especialmente en las zonas urbanas, un fenómeno que se está abordando con medidas administrativas.

### AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido fortaleciéndose como resultado del aumento de la demanda exterior y de la demanda interna. Las presiones inflacionistas han comenzado a intensificarse recientemente en la mayoría de los países. En Brasil, el PIB real creció a una tasa interanual del 4,3% en el cuarto trimestre, tras registrar una contracción del 1,4% en el trimestre anterior. El crecimiento en el cuarto trimestre estuvo determinado, principalmente, por una rápida recuperación de la inversión y por la solidez del consumo privado. La inflación general aumentó, en tasa interanual, desde el 4,5% de enero hasta el 4,8% de febrero. La actividad económica también se ha fortalecido en Argentina, en donde el PIB real registró una expansión del 1,9%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2009. Las presiones inflacionistas siguieron siendo intensas en Argentina, con una tasa de inflación interanual del 9,1% en febrero, aproximadamente 2 puntos porcentuales más alta que la observada tres meses antes. En México, la producción industrial continuó recuperándose gradualmente y, en enero, se situó casi un



5% por encima del nivel registrado un año antes. La inflación interanual fue del 4,8% en febrero, lo que representa un aumento con respecto al 4,5% de enero.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se mantuvieron, en general, estables en marzo, pero aumentaron a principios de abril. El 7 de abril, el precio del barril de Brent se situaba en 86 dólares estadounidenses, aproximadamente un 9% por encima del nivel de comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 90,5 dólares estadounidenses el barril.

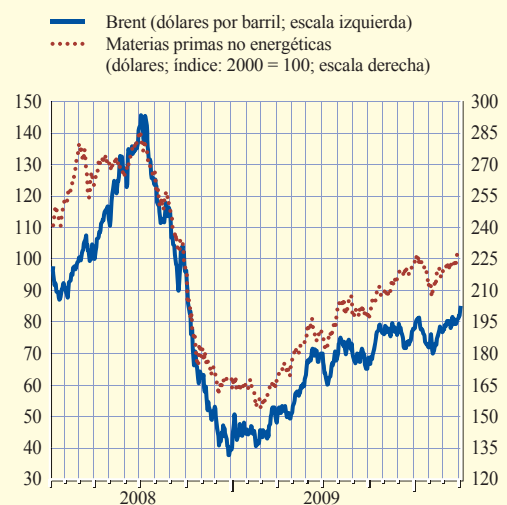
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) revisó al alza sus proyecciones de demanda de petróleo en vista de la evolución, más favorable de lo previsto, de las economías no pertenecientes a la OCDE. En general, se espera que la demanda de petróleo aumente significativamente en 2010, en 1,6 millones de barriles diarios en comparación con el año pasado, debido principalmente a la fuerte demanda de China. Las perspectivas de la demanda de petróleo en los países de la OCDE, especialmente en Japón y Estados Unidos, también han mejorado ligeramente. No obstante, la presión al alza por el lado de la demanda sobre los precios se ha compensado, en parte, con un incremento de la oferta. Aunque la OPEP decidió no elevar sus cuotas de producción, ha seguido produciendo muy por encima del objetivo previsto. Además, la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha aumentado en los últimos meses, impulsada por el aumento de la producción en el Golfo de México y Canadá. La AIE también revisó al alza sus proyecciones sobre la oferta de petróleo de los países no pertenecientes a la OPEP y ahora prevé un incremento anual de 0,33 millones de barriles diarios en 2010.

En conjunto, los precios de las materias primas no energéticas aumentaron ligeramente en marzo y a principios de abril. Los precios de los metales se incrementaron, impulsados en particular por el níquel y el cobre. Al mismo tiempo, los precios de los alimentos experimentaron un descenso como consecuencia de una fuerte corrección a la baja de los precios del azúcar y de una moderación de los precios del trigo. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a principios de abril, aproximadamente al mismo nivel que a comienzos del año.

## 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados apuntan a una nueva expansión de la actividad económica mundial en el corto plazo. El indicador sintético adelantado de las economías de la OCDE siguió aumentando en ene-

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



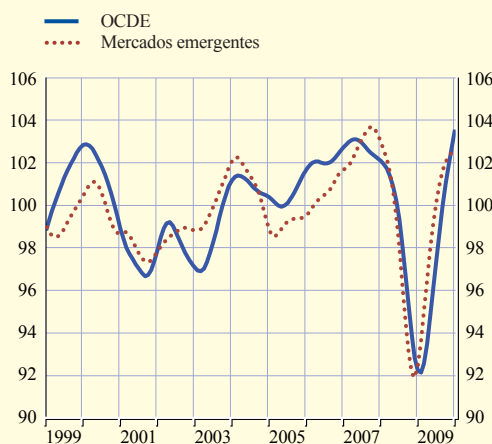
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

ro, lo que sugiere una expansión económica en el área de esta Organización, pese a observarse cierta moderación recientemente (véase gráfico 5). Por lo que respecta a las principales economías emergentes, los respectivos indicadores apuntan a una mayor expansión de la actividad económica en China y Rusia y a una ligera pérdida de impulso de la recuperación en Brasil e India.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad a escala mundial continúan estando, en general, equilibrados. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado y podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por el lado negativo sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado han disminuido de modo paralelo durante un período prolongado. Esta debilidad continuada respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, actualmente, las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. No obstante, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, el crecimiento interanual de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente. A nivel de sectores, el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado observado en febrero de 2010 reflejó el aumento de las tasas correspondientes de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares fue positiva, la de los préstamos a las sociedades no financieras siguió siendo negativa. Los datos relativos al mes de febrero apuntan a que la venta de activos por parte del sector bancario se ha interrumpido.

### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

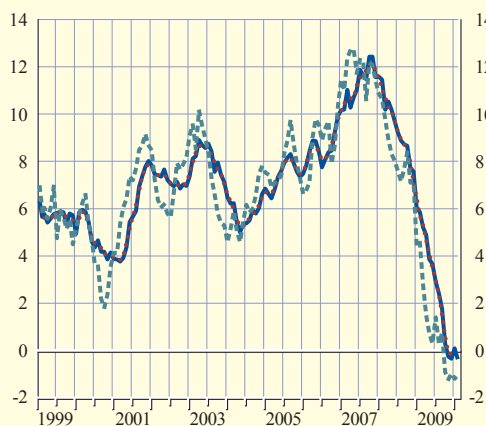
La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a registrar niveles negativos en febrero de 2010, mes en que se situó en el  $-0,4\%$  frente al  $0,1\%$  de enero (véase gráfico 6). Este descenso se debió a un efecto de base, mientras que la tasa de crecimiento intermensual fue de cero, tras haber mostrado cierta volatilidad en los meses anteriores (un nivel del  $-0,2\%$  en enero de 2010 y del  $0,3\%$  en diciembre de 2009). Si se considera más allá de la evolución a corto plazo, la dinámica monetaria continuó reflejando el fuerte impacto a la baja asociado a la acusada pendiente de la curva de rendimientos, que propicia trasvases de fondos desde M3 hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, continuó el proceso de sustitución entre los componentes de M3, con desplazamientos hacia M1. Este proceso estuvo impulsado por la persistencia de un diferencial reducido entre el tipo de interés de los depósitos a plazo hasta dos años y el de los depósitos a la vista. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se mantuvo en niveles elevados, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2-M1) y la de los instrumentos negociables (M3-M2) ha vuelto a situarse en niveles similares, en líneas generales, a los observados en diciembre de 2009. En el recuadro 2, titulado «Debilidad del crecimiento monetario: análisis de episodios anteriores», se presenta una comparación del episodio actual de debilidad del crecimiento monetario con episodios anteriores.

En febrero, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado fue negativa por sexto mes consecutivo. No obstante, si los datos se ajustan por el efecto causado por las bajas de préstamos de los balances realizadas en el contexto de las operaciones de titulización, la tasa

Gráfico 6 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.

de crecimiento interanual fue algo menos negativa. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares siguió siendo positiva y aumentó de nuevo, respaldando la valoración de que se ha producido un punto de giro en los préstamos a este sector. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras permaneció claramente en valores negativos, pero en febrero se incrementó por primera vez desde la primavera de 2008. Este patrón de evolución divergente de los préstamos por sectores continúa siendo acorde con regularidades del ciclo económico.

Recuadro 2

**DEBILIDAD DEL CRECIMIENTO MONETARIO: ANÁLISIS DE EPISODIOS ANTERIORES**

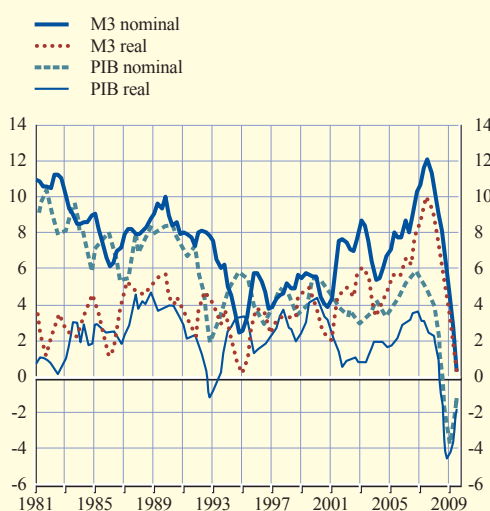
La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro fue negativa en tres de los cuatro últimos meses para los que se dispone de datos, y en febrero de 2010 se situó en el  $-0,4\%$ , lo que constituye el primer episodio de crecimiento negativo del agregado monetario amplio a escala de la zona del euro desde principios de la década de los ochenta<sup>1</sup>. Existen tres factores principales que explican la actual debilidad histórica del crecimiento de M3: en primer lugar, la severa recesión y el hecho de que el nivel de actividad económica sigue siendo reducido, lo que conlleva una demanda limitada de dinero con fines de transacción; en segundo lugar, la pendiente especialmente acusada de la curva de rendimientos, que hace que haya fuertes incentivos para desplazar fondos desde activos monetarios hacia activos a más largo plazo y, en tercer lugar, la intensa acumulación de activos monetarios durante un período prolongado en los años previos a este episodio, lo que implica una posible corrección del exceso de liquidez. En este recuadro se considera la manera en que el episodio actual de debilidad del crecimiento monetario es comparable con los observados en el pasado a escala de la zona del euro y de países individuales.

**Episodios a escala de la zona del euro**

En la zona del euro en su conjunto, el único otro episodio en el que el crecimiento interanual de M3 se situó próximo a cero, y lo hizo únicamente en términos reales, fue a mediados de la década de los noventa (véase gráfico A). Ese episodio presentó similitudes y diferencias con el período actual. Fue similar en el sentido de que la debilidad del crecimiento monetario se produjo después de que el crecimiento interanual del PIB real experimentara un acusado descenso, que pasó a situarse en niveles negativos y desembocó en una recesión (aunque la caída de unos 5 puntos porcentuales que medió entre el punto álgido y el mínimo de la crisis, fue menos pronunciada que la reducción de alrededor de 8 puntos porcentuales observada en el episodio actual). El débil crecimiento monetario

**Gráfico A Crecimiento de M3 y del PIB en la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



<sup>1</sup> Aunque se dispone de datos de M3 para el conjunto de la zona del euro para todo este período, únicamente los datos a partir de 1999 se basan en estadísticas armonizadas, ya que los que cubren el período anterior son datos sintéticos de la zona.

Fuentes: BCE, Eurostat y OCDE.  
Notas: Las tasas de crecimiento de M3 se han calculado a partir de los saldos nominales. La serie de M3 real se ha calculado deflactando M3 nominal por el deflactor del PIB.

coincidió asimismo con un aumento significativo de la pendiente de la curva de rendimientos, que fue ligeramente superior al observado en 2009 (el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo y a corto plazo se incrementó en torno a 4,5 puntos porcentuales, en comparación con un aumento de unos 3,5 puntos porcentuales en el episodio actual; véase gráfico B), y también estuvo precedido de un prolongado período en el que el agregado monetario creció por encima de la actividad económica, que se atribuyó a que la velocidad de circulación del dinero se había alejado de sus anteriores tendencias<sup>2</sup>. No obstante, este crecimiento monetario excesivo no fue tan vigoroso ni tan prolongado como en el período previo al episodio actual.

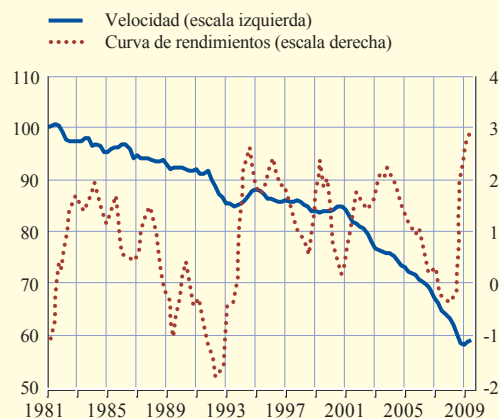
No obstante, también existen diferencias entre estos dos episodios. En primer lugar, mientras que, a mediados de los años noventa, los problemas que se produjeron en el sector financiero se circunscribieron a entidades de crédito individuales en un número reducido de países, en el episodio actual han sido mucho más generalizados, especialmente tras la intensificación de las turbulencias financieras. Una segunda diferencia radica en la correspondencia temporal del episodio con el ciclo económico: en el período anterior, la evolución del crecimiento de M3 presentó un desfase de unos dos años con respecto a la desaceleración del crecimiento del PIB, mientras que, en esa ocasión, las dos series han registrado un descenso casi simultáneo.

### Episodios a escala de países

A diferencia de la evolución observada a escala de la zona del euro, ha habido varios países en los que se ha registrado un crecimiento interanual negativo de M3 nominal en los últimos veinte años (véase cuadro)<sup>3</sup>. Dejando de lado el episodio actual, en el que el crecimiento de M3 ha sido negativo en siete de los doce países de la zona del euro considerados, estos episodios pueden agruparse en tres períodos: i) el período comprendido entre la crisis del MTC y mediados de la década de los noventa; ii) la segunda mitad de los años noventa, que coincidió con el período de convergencia previo a la tercera fase de la UEM; y iii) algunos casos esporádicos a principios de la pasada década. En el primer período, en cuatro de los cinco países en los que el crecimiento de M3 fue negativo se había registrado un crecimiento negativo del PIB real anteriormente, y en todos se había observado asimismo un exceso de crecimiento monetario y un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. En el segundo período, el crecimiento interanual negativo de M3 fue precedido, en cuatro de los

**Gráfico B Velocidad de circulación del dinero y aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en la zona del euro**

(índice: II 1981 = 100; en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, cálculos del BCE, Eurostat y OCDE.  
Notas: La velocidad se calcula como las diferencias entre los logaritmos del PIB nominal y los saldos monetarios nominales nacionales. El aumento de la pendiente de la curva de rendimientos se calcula como la diferencia entre los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés a corto plazo.

2 Obviamente, los cambios en la velocidad de circulación del dinero sólo pueden dar una aproximación imprecisa del exceso de crecimiento monetario, ya que también pueden reflejar otros factores como la innovación financiera y cambios en las preferencias de atesoramiento de dinero de los agentes.

3 Debido a la falta de datos históricos, solo se consideran doce países de la zona del euro. La valoración se basa en M3 nominal (en lugar de M3 real), ya que el objetivo es comparar el episodio actual de crecimiento monetario nominal negativo con episodios históricos equivalentes, y los datos cubren un período de tiempo (es decir, el período de convergencia y la tercera fase de la UEM) sin grandes sobresaltos inflacionistas. La evolución de M3 a escala nacional depende en mayor medida de las variaciones de los activos exteriores netos que de la evolución de la zona del euro en su conjunto, habida cuenta de los considerables flujos de capital entre los países individuales de la zona. Por tanto, para la mayoría de los países, la evolución nacional es considerablemente más volátil y propensa a generar tasas de crecimiento negativas.

cinco países, de un incremento de la pendiente de la curva de rendimientos y de un exceso de crecimiento monetario, pero el crecimiento de PIB real fue negativo solo en un caso. Por último, a principios de la pasada década, el crecimiento monetario fue negativo en tres países, mientras que el del PIB real se situó en niveles negativos en dos de ellos. No obstante, a diferencia de lo que sucedió en los dos períodos anteriores, la contracción de la actividad económica se produjo durante en el período en que el crecimiento monetario se situó en niveles negativos y después, no antes, y parece que únicamente en un caso el exceso de crecimiento monetario desempeñó un papel importante en la evolución monetaria, al igual que sucedió con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos.

### Consecuencias para la situación actual

En todos los países considerados anteriormente, el episodio de crecimiento interanual negativo de M3 fue efímero, y el crecimiento monetario volvió a situarse en niveles positivos al cabo de aproximadamente un año tras la recuperación económica y el aplanamiento o estabilización de la curva de rendimientos. Sin embargo, lo que dificulta valorar en qué medida se repetirá este patrón a escala de la zona del euro es el hecho de que, en esta ocasión, la magnitud de los acontecimientos (es decir, la acumulación previa de desequilibrios monetarios, los problemas en el sector bancario y la caída de la actividad económica) ha sido muy superior a la de episodios anteriores.

En términos cualitativos, los factores que actualmente están desempeñando un papel implican influencias opuestas. Por un lado, las señales de estabilización observadas en el sistema bancario (respaldadas por las diversas medidas políticas emprendidas), la estabilización de la curva de rendimien-

### Crecimiento interanual negativo de M3 nominal en algunos países de la zona del euro desde 1990: evolución de indicadores seleccionados

(correspondencia temporal en relación con el episodio de crecimiento interanual negativo de M3)

	Crecimiento interanual negativo de M3	Crecimiento interanual negativo del PIB real	Exceso de crecimiento monetario	Aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en puntos porcentuales
BE	IV 94-III 95	Antes	Antes	Antes (4,1)
DE	I 95-II 95; IV 00 IV 09	Antes; después Antes y durante	Antes; antes Antes	Antes (4,1); no Antes y durante (3,3)
IE	No			
GR	No			
ES	No			
FR	III 93-III 94; IV 96 IV 09	Antes; no Antes y durante	Antes; antes Antes	Antes y durante (6,2); antes (2,6) Antes y durante (3,4)
IT	IV 97; II 99	Antes; antes	Antes; no	No; antes (1,9)
LU	I 99-IV 99; I 09-IV 09	No; antes y durante	No; antes	Durante (1,6); antes y durante (3,3)
NL	I 95-II 95; IV 09	No; antes y durante	Antes; antes	Antes y durante (3,8); antes (3,3)
AT	IV 97-III 98; II 09-IV 09	No; antes y durante	Antes; antes y durante	No; antes y durante (3,5)
PT	III 02-IV 02; IV 09	Durante y después; antes y durante	No; antes	Antes (1,5); antes (3,5)
FI	I 94 IV 96 II 97; I 98 IV 00-I 01; II 09-IV 09	Antes No No; no No; antes y durante	Antes Antes Antes; antes No; antes y durante	Antes, durante y después (7,0) Antes (1,3) No; no No; antes y durante (3,2)

Fuente: Estimaciones y cálculos del BCE.

Notas: Los términos «antes», «durante» y «después» indican la correspondencia temporal de la evolución de los indicadores seleccionados con respecto al crecimiento interanual negativo de M3 nominal. «No» indica que no se observó ningún cambio concreto en el indicador en cuestión en torno al período en el que se registró el episodio de crecimiento interanual negativo de M3 nominal. Las cifras entre paréntesis en la última columna señalan la magnitud del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en puntos porcentuales. Los datos sobre M3 se refieren a agregados monetarios nacionales en los que el sector tenedor de dinero está integrado por residentes nacionales, de modo que no necesariamente se pueden comparar con las contribuciones nacionales al crecimiento de M3 de la zona del euro registradas desde 1999 como parte de las estadísticas armonizadas de la zona del euro. El exceso de crecimiento monetario se define como el crecimiento de M3 nominal que supera el crecimiento del PIB nominal.

tos y el fortalecimiento del crecimiento del PIB real deberían contribuir a que el crecimiento de M3 vuelva a situarse en niveles positivos en un plazo relativamente breve. Por otro, el fuerte crecimiento monetario y del crédito registrado en los últimos años, que también es patente en el elevado nivel de endeudamiento del sector privado, puede significar que los balances de los sectores tenedores de dinero deben seguir reduciéndose. Es posible que esto continúe limitando el crecimiento de M3, manteniéndolo en cotas negativas o muy moderadas en los próximos meses. Si la liquidez acumulada se «absorbiera» a través de un proceso de desapalancamiento gradual y no se utilizara para realizar gastos adicionales en bienes de consumo, esta evolución sería coherente con la continuación de unas presiones inflacionistas reducidas derivadas de la evolución monetaria actual.

En cuanto a las entidades de crédito de la zona del euro, los datos de febrero indican que la venta de activos por el sector bancario se ha interrumpido en los últimos meses.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La disminución experimentada por la tasa de crecimiento interanual de M3 fue acompañada de cambios en las contribuciones de los diversos componentes. Aunque la contribución de M1 registró un acusado aumento, la de los instrumentos negociables y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se tornó aún más negativa.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso y se situó en el 10,9% en febrero, frente al 11,5% del mes anterior (véase cuadro 1). No obstante, el flujo mensual fue positivo (debido a que se registraron flujos positivos en sus dos componentes, el efectivo en circulación y los depósitos a la vista).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo ligeramente y se situó en el -8,1% en febrero, desde el -8% de enero. Entre los componentes de

**Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

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

Fuente: BCE.

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

estos depósitos, se registró una salida en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), que se vio compensada, aunque sólo en parte, por el flujo de entrada observado en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). Habida cuenta de que, actualmente, los depósitos de ahorro a corto plazo están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo, es probable que se estén produciendo algunos desplazamientos entre estas dos modalidades de depósito. De igual modo, el reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continúa proporcionando incentivos para colocar fondos procedentes de los depósitos a corto plazo en este instrumento.

Los instrumentos negociables volvieron a registrar un flujo negativo en febrero, y su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el  $-12,4\%$ , desde el  $-10,9\%$  de enero. El flujo mensual observado en el principal subcomponente de estos instrumentos, las participaciones en fondos del mercado monetario, siguió en niveles considerablemente negativos, reflejando desplazamientos hacia activos a más largo plazo. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM (es decir, con vencimiento hasta dos años) experimentó un descenso, registrando otra salida mensual. Tras la adquisición de un volumen reducido de valores distintos de acciones de las IFM por parte del sector tenedor de dinero en diciembre, la desinversión en estos valores se reanudó a principios de 2010.

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 grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, se redujo hasta situarse en el  $1\%$  en febrero, frente al  $1,2\%$  de enero. Esta tasa ocultó una evolución heterogénea de los diversos sectores, ya que la contribución menos negativa de los intermediarios financieros quedó compensada por la disminución de las contribuciones positivas de las sociedades no financieras y de los hogares. La contribución de los hogares ha estado siguiendo una tendencia a la baja, una evolución coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con el desplazamiento de fondos hacia activos a más largo plazo, y se ha estado moviendo, en general, en dirección opuesta a la de las sociedades no financieras. Ciertamente, desde julio de 2009, las empresas han estado reponiendo sus reservas de liquidez (después de haber reducido activos líquidos en las fases iniciales de la crisis financiera), en consonancia con el ciclo económico, una dinámica que suele observarse en la fase inicial de una recuperación económica. No obstante, parece que esta acumulación de activos líquidos se ha estabilizado en los últimos meses.

### 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 fue del  $1,5\%$  en febrero, desde el  $1,6\%$  de enero (véase cuadro 1), como consecuencia del nuevo descenso experimentado por la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas (aunque se mantuvo en un nivel elevado, el  $8,4\%$ , frente al  $9,1\%$  de enero), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado continuó fluctuando en torno a cero (y se situó en el  $0,1\%$ , desde el  $-0,3\%$  de enero).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados al sector privado (el principal componente del crédito a este sector) se situó en el  $-0,4\%$  en febrero, desde el  $-0,6\%$  de enero. Ajustada por el impacto de las operaciones de titulización, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos fue algo menos negativa (el  $-0,1\%$ ), pero la distorsión atribuible a la baja de préstamos del balance continuó disminuyendo.

La evolución observada, en general, en los préstamos otorgados al sector privado continuó ocultando cierto grado de heterogeneidad en las tasas de crecimiento interanual de los distintos subsectores. En



## Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 Ene	2010 Feb
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>43,7</b>	<b>8,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
Hasta un año	25,2	4,0	-2,6	-8,6	-11,9	-13,4	-12,5
De uno a cinco años	19,9	12,4	9,8	4,7	-0,1	-3,0	-3,2
Más de cinco años	54,9	8,8	6,8	5,4	3,9	3,2	3,2
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>46,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,6	1,2	-0,4	-1,0	-1,0	-0,5	-0,8
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,8	0,7	-0,2	-0,2	0,2	1,8	2,1
Otras finalidades	15,6	1,7	1,5	1,3	1,9	2,2	2,7
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-12,3</b>	<b>-9,7</b>	<b>-4,8</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>9,3</b>	<b>7,9</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</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 a la zona del euro.

términos interanuales, la tasa de crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentó por primera vez desde la primavera de 2008, aunque se mantuvo en niveles negativos, mientras que la de los préstamos a los hogares repuntó, tras haber tocado fondo en el primer semestre de 2009 (véase cuadro 2). Estas diferencias en la dinámica de los préstamos en los distintos sectores es acorde con regularidades históricas: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a recuperarse en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras aumentó en febrero y se situó en el -2,5%, frente al -2,7% de enero. Si se considera el detalle por vencimientos, el flujo positivo registrado en febrero se debió, en particular, a las entradas observadas en los préstamos a más de cinco años. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó de nuevo y se situó en el 1,8% en febrero, desde el 1,6% de enero. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (que suelen afectar a los préstamos a los hogares más que a los préstamos a las sociedades no financieras), la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a los hogares fue algo más limitada, pero la tasa de crecimiento fue más elevada. Los préstamos para adquisición de vivienda siguieron siendo la modalidad de préstamo que más contribuyó al incremento observado en el crecimiento interanual de los préstamos, mientras que la contribución del crédito al consumo continuó disminuyendo. En general, la evolución más reciente confirma que se ha producido un punto de giro en lo que respecta al crecimiento de los préstamos a los hogares.

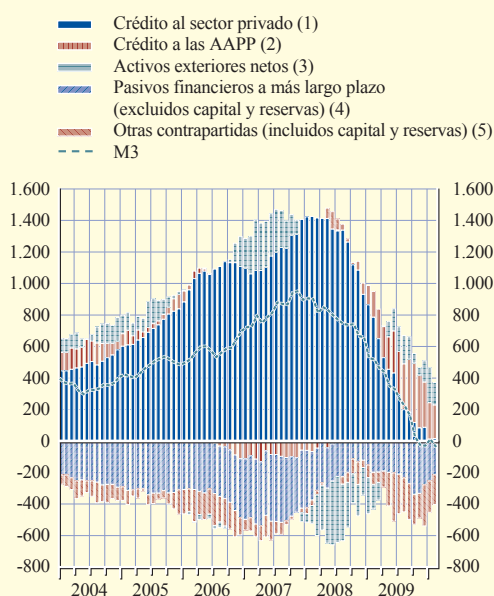
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se redujo hasta el 4,5% en febrero, frente al 5,3% del mes anterior. Este descenso fue generalizado en todos los componentes. Desde una perspectiva sectorial, las entidades de crédito continuaron obteniendo financiación a largo plazo de los hogares en forma de depósitos a largo plazo, reflejo del hecho de que estos depósitos han seguido estando mucho mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas fue del 7% en febrero.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 142 mm de euros en febrero, frente a los 221 mm de euros de enero (véase gráfico 7). En febrero se registró una salida mensual por importe de 30 mm de euros, como consecuencia de un reducido flujo mensual positivo observado en los activos exteriores (en su mayor parte, préstamos) y de un aumento considerable de los pasivos exteriores (principalmente, depósitos).

En resumen, el hecho de que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado hayan descendido de modo paralelo durante un período prolongado y de que ambas se hayan situado en niveles reducidos en los últimos meses respalda la valoración de que el ritmo de crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. No obstante, debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, el crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente.

**Gráfico 7 Contrapartidas de M3**

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



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

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones siguió moderándose, y en enero de 2010 se redujo hasta el 7,7%, lo que supuso un descenso gradual con respecto al vigoroso crecimiento de dos dígitos registrado en la emisión de este tipo de valores en 2009. Los datos sobre la emisión por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en los distintos sectores y plazos de vencimiento. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no experimentó variaciones.

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro siguió moderándose, y en enero de 2010 cayó hasta el 7,7% desde el 8,1% del mes anterior (véase cuadro 3). Como continuación de la tendencia a la baja que comenzó hace un año, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo disminuyó por primera vez en enero de 2010 (a una tasa del 2,5%, en términos interanuales), mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo prácticamente no experimentó variaciones (situándose en el 9,1%). La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, confirma que se ha producido una moderación generalizada de la emisión en todos los sectores institucionales (véase gráfico 8).

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

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2010 Enero	Tasa de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Diciembre	2010 Enero
		<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>15.152</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>11,5</b>	<b>10,2</b>
IFM	5.425	5,9	5,8	4,1	2,9	2,2	2,2
Instituciones financieras no monetarias	3.002	30,8	32,5	28,6	22,3	13,4	13,3
Sociedades no financieras	809	7,9	10,3	13,2	15,5	13,7	13,2
Administraciones Públicas	5.916	9,6	12,2	13,5	12,7	11,2	10,1
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.549	9,9	12,4	13,7	12,9	11,3	10,2
Otras Administraciones Públicas	368	6,0	9,6	9,5	10,4	9,7	9,1
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>4.253</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
IFM	523	7,2	8,7	9,4	8,9	9,1	8,3
Instituciones financieras no monetarias	338	3,1	3,4	4,1	2,9	5,3	5,3
Sociedades no financieras	3.392	0,0	0,8	1,6	1,9	1,8	1,9

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».

Durante el pasado año, todos los emisores mostraron una acusada preferencia por los valores distintos de acciones a largo plazo, principalmente por los emitidos a tipo de interés fijo, con el fin de asegurarse unas condiciones favorables de financiación en el largo plazo. No obstante, en enero de 2010, la tendencia positiva observada en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo se interrumpió, y la tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 11,6%, desde el 12,1% del mes anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés variable se incrementó hasta situarse en el 3,5%, frente al 2,8% del mes precedente.

Por lo que respecta a la emisión por sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en enero de 2010 parece haber sido generalizada. No obstante, pese a esta moderación, las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y la Administración Central, situadas en niveles de dos dígitos, continúan en niveles elevados, en términos históricos. En particular, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro fue del 13,2% en enero de 2010, lo que representa un ligero descenso con respecto al 13,7% del mes anterior. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de la emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo registrados desde finales de 2008 sugieren que las empresas, especialmente las grandes empresas, han estado captando volúmenes considerables de financiación a través de los mercados de capitales, beneficiándose, particu-

**Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro**

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

lar, de la reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada, y es posible que también hayan obtenido recursos de los citados mercados, como consecuencia del endurecimiento de las condiciones aplicadas para la concesión de préstamos bancarios.

De igual modo, aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas mostró algunas señales de moderación, se mantuvo en niveles elevados, el 10,1%, en enero de 2010, en comparación con el 11,2% del mes anterior. Esta evolución sigue siendo acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro. En los últimos meses, la Administración Central se ha convertido en el sector que más ha contribuido al crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM permaneció en niveles reducidos, en términos históricos, el 2,2%, en enero, lo que supone una disminución con respecto al nivel del mes precedente. Esta debilidad estuvo determinada, en su mayor parte, por la acusada caída de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (un 11,3% en enero de 2010), mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se situó en el 4,6%, un nivel estable, en líneas generales, si se compara con la evolución observada el año pasado. Una imagen prácticamente similar se desprende de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las instituciones financieras no monetarias, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 13,2% en enero de 2010, frente al 13,7% del mes anterior, debido, principalmente, a la fuerte contracción que siguió experimentando la emisión de valores a corto plazo.

### ACCIONES COTIZADAS

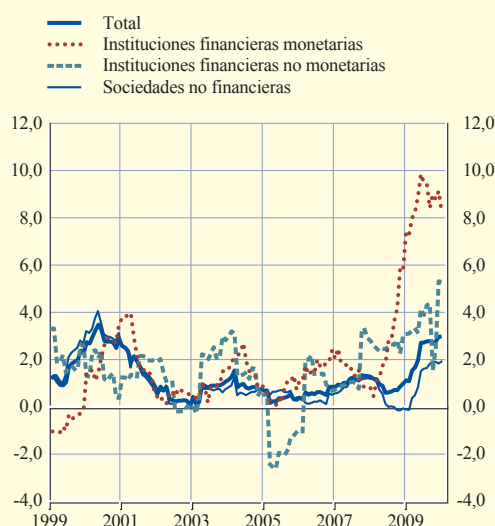
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro prácticamente no se modificó y fue del 3% en enero de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se moderó ligeramente con respecto al mes precedente, se mantuvo en niveles elevados, a una tasa del 8,3%, en enero de 2010, ya que las entidades de crédito captaron capital para reforzar sus balances. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se situó en el 1,9% en enero, prácticamente sin variaciones en relación con los cinco meses anteriores, siguió viéndose respaldada por el aumento de los precios de las acciones y por la mejora de la confianza.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*La curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no experimentó variaciones en marzo y principios de abril de 2010, observándose descensos marginales en casi todos los plazos de vencimiento. Esto fue consecuencia de que las condiciones de liquidez continuaron siendo holgadas en la zona del euro, especialmente tras la adjudicación, el 16 de diciembre de 2009, de la última operación*

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a un año. El Eurosistema también continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso marginal en marzo y principios de abril de 2010. El 7 de abril, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,403%, el 0,639%, el 0,950% y el 1,223%, respectivamente. Los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses y a seis meses registraron niveles ligeramente inferiores a los observados el 3 de marzo, descendiendo aproximadamente 2 puntos básicos, 1 punto básico y 1 punto básico, respectivamente. El EURIBOR a doce meses se incrementó alrededor de 1 punto básico. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de unos 82 puntos básicos el 7 de abril (véase gráfico 10).

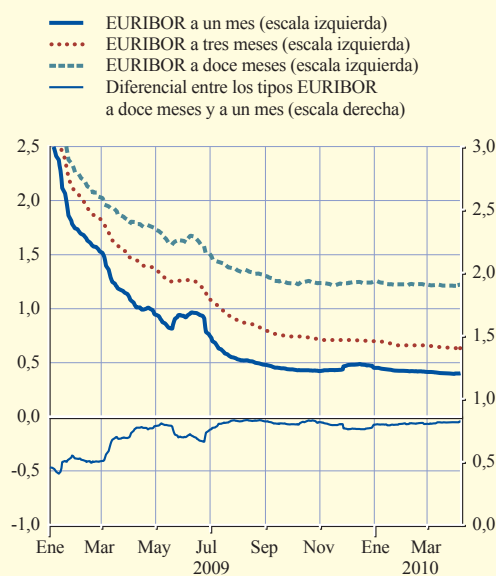
De igual modo, los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como los derivados del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses, prácticamente no experimentaron variaciones. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,375% el 7 de abril, aproximadamente 1 punto básico por encima del valor observado el 3 de marzo. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR correspondiente experimentó un descenso marginal, situándose en 26 puntos básicos el 7 de abril, frente a 28 puntos básicos el 3 de marzo.

El 7 de abril, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2010 y marzo de 2011 cayeron hasta situarse en el 0,72%, el 0,90%, el 1,07% y el 1,25%, respectivamente. Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en junio y septiembre de 2010 (que se situaban 5 y 6 puntos básicos por debajo de los niveles del 3 de marzo), descendieron algo menos que los implícitos en los contratos con vencimiento en diciembre de 2010 y marzo de 2011 (8 y 9 puntos básicos menos, respectivamente).

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en marzo y principios de abril, y se mantuvo aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 9 de marzo, último día del segundo período de mantenimiento de 2010, fecha en que el EONIA se incrementó hasta el 0,643%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 294,5 mm de euros, con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,76%. El 7 de abril, el EONIA se situaba en el 0,329%.

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

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



Fuentes: BCE y Reuters.

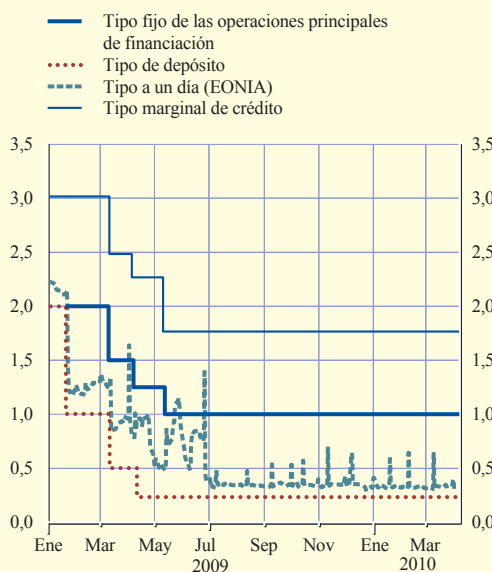
En las operaciones principales de financiación realizadas los días 2, 9, 16, 23 y 30 de marzo, el BCE adjudicó 80,5 mm de euros, 78,4 mm de euros, 79 mm de euros, 81 mm de euros y 81,5 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el 31 de marzo, el BCE llevó a cabo dos OFPML: una operación a tres meses en la que adjudicó 2 mm de euros y otra a seis meses en la que adjudicó 17,9 mm de euros. Todas las operaciones se llevaron a cabo aplicando un tipo fijo del 1% y con adjudicación plena.

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez registrado en el mercado monetario de la zona del euro tras la liquidación de la última OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se incrementó hasta situarse en 197,7 mm de euros en el período comprendido entre el 10 de marzo y el 7 de abril, ligeramente por encima de los 186,4 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 9 de marzo.

Asimismo, se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 44,1 mm de euros el 26 de marzo, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

**Recuadro 3**

**REACCIÓN DE LOS MERCADOS MONETARIOS A LOS ANUNCIOS RELATIVOS A LA RETIRADA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES**

En este recuadro se evalúa la reacción de los mercados monetarios a los anuncios efectuados por el Consejo de Gobierno en relación con el inicio de la retirada gradual de las medidas no convencionales. En diciembre de 2009, como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados financieros, el Consejo de Gobierno anunció que la última operación de financiación a doce meses se llevaría a cabo en dicho mes, mientras que la última operación a seis meses se realizaría en marzo de 2010. Tres meses más tarde, en marzo de 2010, el Consejo de Gobierno también decidió volver a utilizar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en sus operaciones regulares a tres meses a partir de finales de abril de 2010.

Esta evaluación de la reacción de los mercados a los anuncios mencionados se basa en las expectativas de los mercados acerca del EONIA, de los diferenciales entre el EURIBOR y el *swap* del EONIA, y de la volatilidad implícita derivada de los tipos de interés del mercado monetario. En general, la reacción de los mercados monetarios a los anuncios efectuados en diciembre de 2009 y en marzo de

2010 ha sido bastante moderada, lo que es coherente con el carácter paulatino de la retirada de esas medidas y sugiere que los mercados monetarios esperan que la vuelta al funcionamiento normal del mercado sea gradual y ordenada.

### Comunicación de la retirada de las medidas no convencionales

El 3 de diciembre de 2009, como consecuencia de la mejora de la situación de los mercados financieros, el Consejo de Gobierno anunció que la última operación de financiación a doce meses se llevaría a cabo en diciembre de 2009, y la última operación a seis meses, en marzo de 2010<sup>1</sup>. Tres meses más tarde, el 4 de marzo de 2010, el Consejo de Gobierno también decidió volver a utilizar el procedimiento de subasta a tipo de interés variable en sus operaciones regulares a tres meses a partir de finales de abril de 2010. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno anunció que continuaría realizando sus operaciones principales de financiación y sus operaciones de financiación a plazo especial (es decir, operaciones cuyo vencimiento es de un periodo de mantenimiento) mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que fuera necesario, y, al menos, hasta mediados de octubre de 2010. A causa de la continua incertidumbre en torno a la evolución futura de la economía de la zona del euro, el carácter gradual sigue constituyendo un elemento esencial de la retirada de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE.

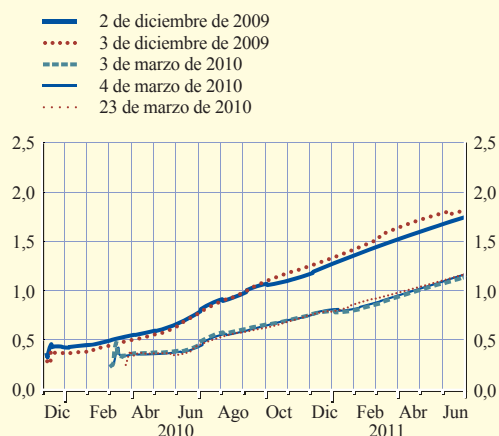
### La reacción de los mercados monetarios a la retirada de las medidas no convencionales

Si se analiza el comportamiento de los tipos del mercado monetario a muy corto plazo, el impacto inmediato de estos anuncios fue bastante débil. Efectivamente, las expectativas relativas al EONIA hasta dentro de un año —como muestra la curva *forward* del EONIA— no parecieron modificarse significativamente como consecuencia inmediata de estos anuncios. La reacción inmediata a los anuncios efectuados el 3 de diciembre y el 4 de marzo fue muy limitada en ambos casos, lo que sugiere que los mercados consideran que el apoyo proporcionado al sistema financiero sigue siendo adecuado, a pesar de la retirada gradual de las medidas no convencionales. También podría indicar que las decisiones adoptadas a este respecto coincidían con las expectativas del mercado (véase gráfico A).

Además, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el *swap* del EONIA a tres meses y los diferenciales *forward* EURIBOR-*swap* del EONIA de los acuerdos de tipos de interés futuros sobre el EURIBOR apenas se vieron afectados por los anuncios. Ciertamente, desde diciembre estos diferenciales se han mantenido en niveles relativamente bajos,

Gráfico A Curvas *forward* del EONIA en diferentes momentos

(en porcentaje; tipos *forward*; suavizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: La técnica de suavizado utilizada en este gráfico se basa en el cálculo de los *splines* de los logaritmos de los precios de los bonos de cupón cero.

<sup>1</sup> Para una información detallada de las decisiones adoptadas, véase la nota de prensa del BCE de 3 de diciembre de 2009, titulada «El BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán hasta el 7 de abril de 2010», o el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

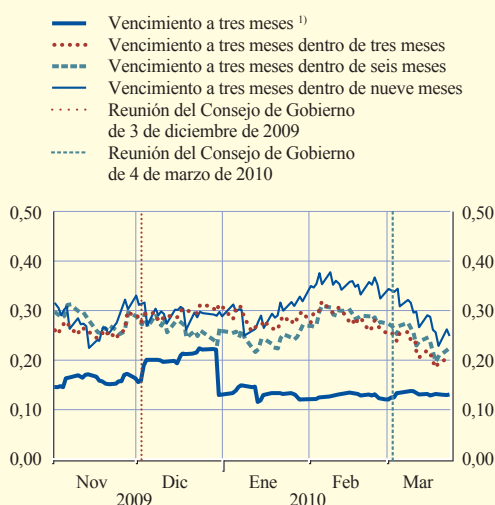
acordes con el concepto de «nueva situación de normalidad». En otras palabras, es probable que la incertidumbre se mantenga en niveles elevados como efecto prolongado de las turbulencias financieras. El descenso que se observó en el diferencial entre el EURIBOR a tres meses y el *swap* del EONIA a tres meses a comienzos de enero está asociado, muy probablemente, al relajamiento de las tensiones relacionadas con el fin del año, que se habían acumulado gradualmente hacia finales de 2009. Desde entonces, este diferencial se ha mantenido relativamente estable. No parece que se hayan producido cambios de importancia como respuesta inmediata al anuncio de marzo, lo que sugiere que el mensaje relativo a la retirada gradual de las medidas no convencionales se llevó a cabo de una manera bastante suave y los mercados monetarios consideraron que estaba en línea con una vuelta ordenada a su funcionamiento normal (véase gráfico B).

Por último, estos anuncios no han generado tensiones en los segmentos a más largo plazo del mercado monetario, que son relevantes para el mecanismo de transmisión de la política monetaria. De hecho, las volatilidades implícitas con vencimientos constantes derivadas de las opciones sobre los futuros del EURIBOR a tres meses indican que los anuncios tampoco han provocado ninguna tensión en este segmento del mercado. La volatilidad pareció disminuir tras el anuncio de diciembre y se ha mantenido prácticamente sin cambios desde entonces. Del mismo modo, en marzo no se observaron efectos significativos sobre las volatilidades (véase gráfico C).

En resumen, parece que los mercados recibieron bien los anuncios efectuados en relación con la retirada gradual de las medidas no convencionales, pues su impacto no fue importante. La reacción de los mercados sugiere que consideraron que las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en diciembre de 2009 y en marzo de 2010 constituían una respuesta apropiada, acorde con la evolución financiera y económica.

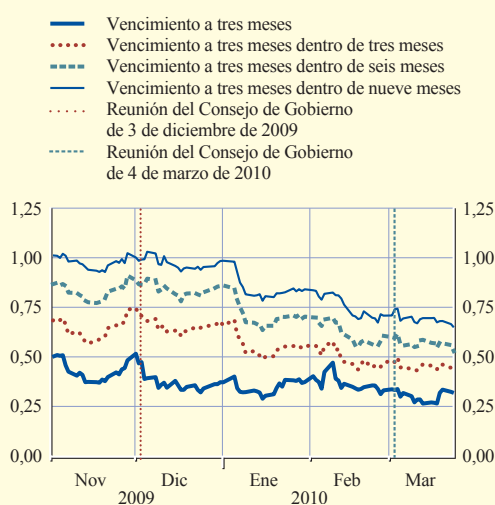
**Gráfico B Diferenciales entre el EURIBOR y el *swap* del EONIA**

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.  
 Nota: Los diferenciales se han calculado sobre la base de los acuerdos de interés futuros sobre el EURIBOR.  
 1) El diferencial a tres meses se ha calculado utilizando el tipo de interés de los depósitos sin garantías a tres meses.

**Gráfico C Volatilidades implícitas**



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.  
 Nota: Las volatilidades se han transformado de la convención de mercado utilizada para las opciones sobre el EURIBOR a la convención de mercado utilizada para las opciones sobre el bono Bund alemán.



## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En marzo y a principios de abril, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo prácticamente estable en la zona del euro, mientras que se elevó ligeramente en Estados Unidos. La ampliación del diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro puede ser reflejo, en parte, de cambios en las expectativas del mercado respecto al crecimiento económico. A excepción de Grecia, los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a los bonos alemanes registraron escasas variaciones en marzo y a comienzos de abril. Las expectativas de inflación de la zona del euro obtenidas de los bonos indicados tampoco experimentaron cambios significativos, apuntando a que se mantendrían firmemente ancladas a medio plazo. En el mismo período, los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro volvieron a estrecharse en todas las calificaciones crediticias.

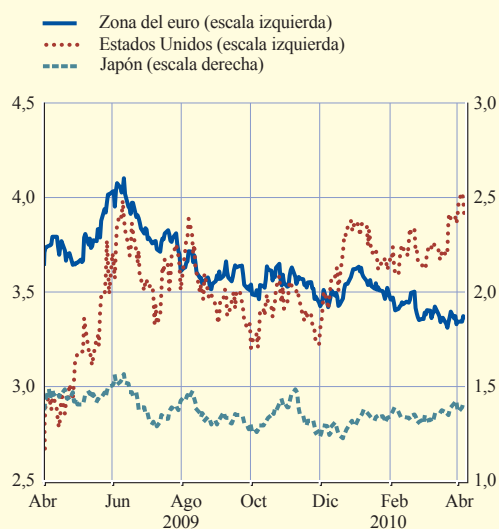
En comparación con finales de febrero, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios, situándose alrededor del 3,4% el 7 de abril. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años aumentó en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse en el 3,9% en la misma fecha. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro se amplió hasta 50 puntos básicos (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos disminuyó levemente en marzo, aunque se mantiene ligeramente por encima de los niveles observados antes de las turbulencias financieras.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública se sitúa actualmente en niveles iguales o próximos a sus mínimos históricos, reflejo, en parte, de las expectativas del mercado respecto a un moderado crecimiento nominal a largo plazo y al mantenimiento de bajos tipos de interés oficiales durante cierto tiempo. En efecto, la ampliación del diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro puede ser reflejo, en parte, de una percepción diferente de las perspectivas de crecimiento por parte de los mercados. El incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo es también resultado del debilitamiento de la demanda en el actual entorno de abundante oferta, y refleja, en cierta medida, el hecho de que la velocidad esperada de salida de las medidas extraordinarias de política monetaria adoptadas anteriormente puede haber aumentado en Estados Unidos.

A excepción de Grecia, los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a los bonos alemanes apenas registraron variaciones en el período considerado. En marzo, los diferenciales de seguros de riesgo de crédito experimentaron escasos cambios en la mayoría de los países de la zona del euro. En la mayor parte del mes de marzo, como consecuencia de la inquietud respecto a la sosteni-

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

bilidad de las finanzas públicas de Grecia y de la incertidumbre en torno a la ayuda de los países de la UE para aliviar posibles dificultades futuras de financiación del Gobierno griego, los diferenciales de deuda pública entre los países de la zona del euro mostraron una elevada volatilidad. El anuncio del plan de apoyo de la UE a Grecia realizado el 25 de marzo por los Jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro, así como el anuncio de que el BCE mantendría el umbral mínimo de calidad crediticia de los activos de garantía admitidos por el Eurosistema en la calificación BBB- más allá de 2010, contribuyeron a aliviar estas tensiones. Sin embargo, a comienzos de abril la preocupación de los mercados financieros ante la falta de acuerdo entre los países de la zona del euro sobre condiciones más precisas respecto a un posible plan de emergencia de concesión de préstamos a Grecia se reflejó en la pronunciada ampliación del diferencial de deuda soberana griega frente a los bonos alemanes.

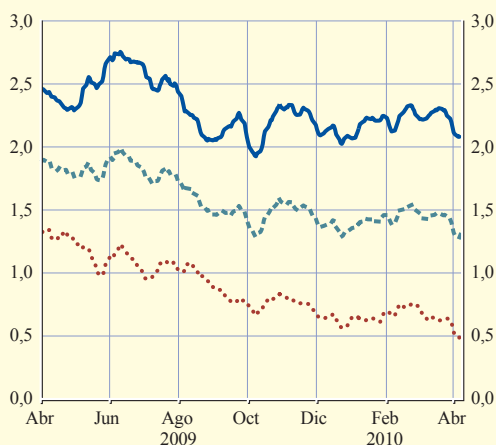
El rendimiento de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó en torno a 20 puntos básicos, hasta situarse el 7 de abril en el 0,5% y el 1,3% en los plazos a cinco y diez años, respectivamente (véase gráfico 13).

Los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en la zona del euro. No existen evidencias de que se haya producido un aumento significativo de las expectativas de inflación del mercado o de las primas de riesgo de inflación en las últimas semanas. Las medidas convencionales de las tasas de inflación implícitas y de los tipos *swap* indicados con la inflación se han mantenido en general estables, en comparación con los datos de finales de febrero. El 7 de abril, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco años y diez años se situaron en el 1,8% y el 2,2%, respectivamente (véase gráfico 14). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se situó en el 2,6%.

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

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

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

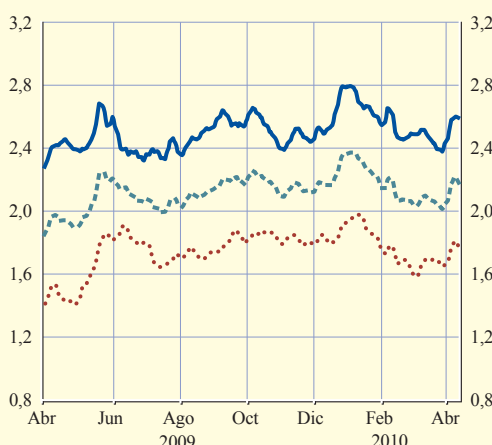


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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

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



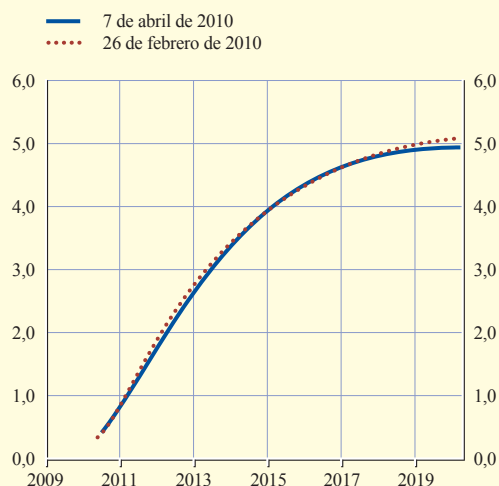
Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

A comienzos de abril, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro no experimentó cambios en ninguno de los plazos, en comparación con finales de febrero, y continuó sugiriendo que los mercados esperan que los tipos de interés oficiales sigan siendo bajos durante cierto tiempo (véase gráfico 15).

Por lo que se refiere a los mercados de renta fija privada, los diferenciales de rendimiento respecto a la deuda pública se estrecharon levemente en el transcurso de marzo, a diferencia de lo ocurrido en meses anteriores, en los que los diferenciales de renta fija privada se ampliaron ligeramente, ante una reducción transitoria de la tolerancia al riesgo. Los diferenciales se estrecharon en mayor medida respecto a los bonos con calificación crediticia BBB- y a la deuda de alta rentabilidad. Pese a ello, estos diferenciales se mantienen por encima de los niveles anteriores a las turbulencias financieras, mientras que los diferenciales respecto a la deuda con calificación más elevada han vuelto a niveles anteriores a la crisis.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

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

*La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM se redujeron o prácticamente no se modificaron en febrero de 2010, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, así como para la mayoría de los plazos de vencimiento. En promedio, los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, así como los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a los hogares, continuaron situándose próximos a sus mínimos históricos, mientras que los demás tipos aplicados a los préstamos concedidos a este último sector permanecieron ligeramente por encima de los mínimos registrados en 2005. En general, el proceso de transmisión de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios parece estar llegando a su fin.*

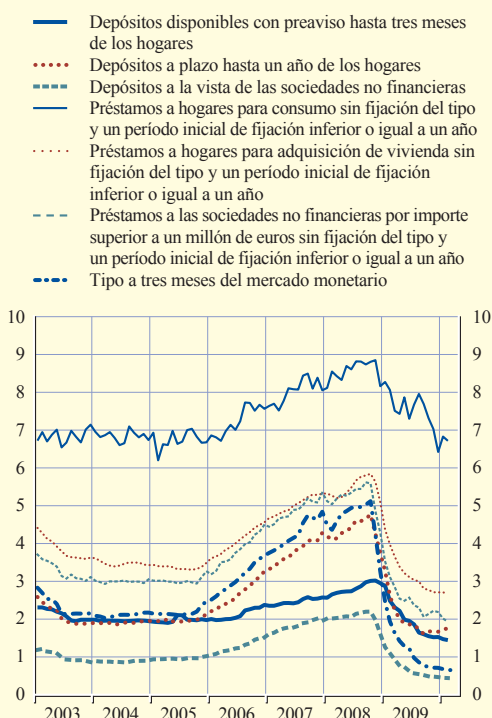
Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o no registraron variaciones en febrero de 2010 (véase gráfico 16). Más concretamente, aparte del aumento de los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos en cuenta de los hogares (9 puntos básicos, hasta el 9%), los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron 4 puntos básicos y registraron un mínimo histórico del 2,7%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados al crédito al consumo, más volátiles, experimentaron un descenso de 11 puntos básicos (hasta el 6,7%). En cuanto a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos en cuenta de este sector y los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos de cuantía elevada (esto es, por importe superior a un millón de euros) registraron una leve reducción, situándose en el 4% y el

1,9%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los préstamos de cuantía reducida (es decir, hasta un millón de euros) prácticamente no se modificaron y se situaron en el 3,3%. Los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, tanto los de cuantía elevada como reducida, están en mínimos históricos (véase gráfico 16). Desde que el EURIBOR disminuyó casi 2 puntos básicos en febrero de 2010, los diferenciales entre la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y el tipo a tres meses del mercado monetario se han estrechado ligeramente (véase gráfico 17).

Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y febrero de 2010, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras descendieron unos 313 y 353 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 431 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica el considerable grado de transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos.

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

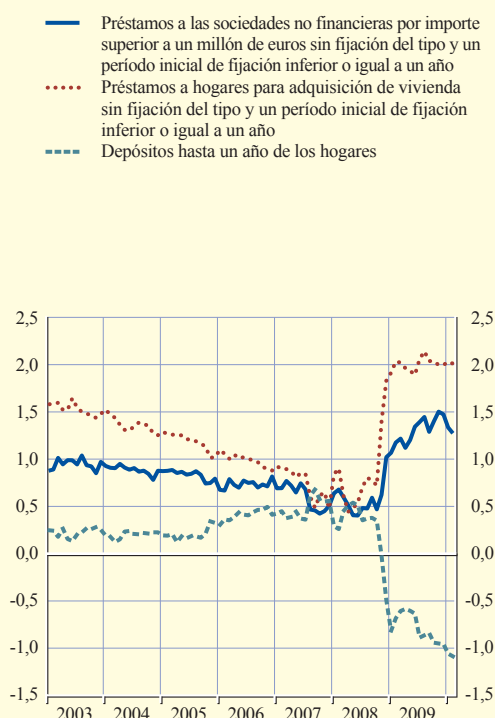
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

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



Fuente: BCE.

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

En cuanto a los tipos de interés a más largo plazo, la mayor parte de los aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras también experimentaron un descenso o prácticamente no se modificaron en febrero de 2010 (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de interés de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron 3 puntos básicos (hasta el 4,3%), mientras que los correspondientes a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se redujeron 6 puntos básicos (hasta el 4,2%). Por lo que se refiere a los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos de cuantía elevada con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años cayeron 5 puntos básicos, hasta el 3,6%, mientras que los aplicados a estos préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años prácticamente no experimentaron variaciones y se situaron en el 2,9%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido no registraron variaciones y se situaron en el 4,2% para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, y aumentaron ligeramente, 5 puntos básicos, hasta el 4%, en el caso de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años.

Desde el comienzo del período de relajación de la política monetaria en 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 el rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Sin embargo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a los hogares no han caído tanto como habría cabido esperar a partir de la evolución de los tipos de interés de mercado, lo que es coherente con una transmisión generalmente más lenta en el caso de los hogares, pero es posible que también sea consecuencia del aumento del riesgo de crédito y de la preocupación sobre el valor de las garantías hipotecarias en algunas partes de la zona del euro.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otros factores, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Estos diferenciales, que se redujeron en los primeros meses de 2009, se recuperaron de manera gradual posteriormente, contribuyendo con ello al repunte de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona observado durante el segundo semestre de 2009.

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

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



Fuente: BCE.

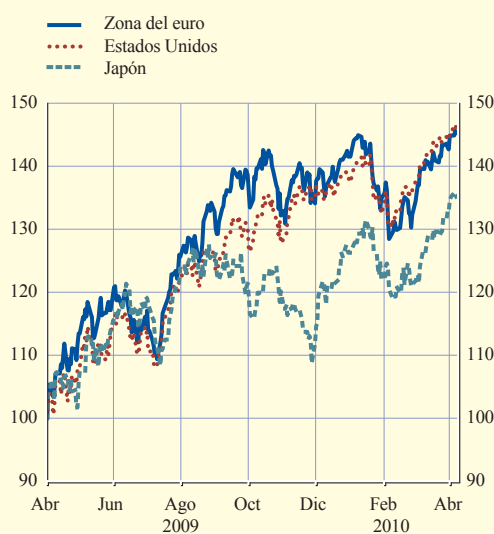
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos subieron en marzo y se sitúan actualmente en niveles cercanos a los máximos registrados a comienzos de enero. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó en la zona del euro y experimentó escasos cambios en Estados Unidos. Los precios de las acciones se vieron favorecidos por la publicación de datos económicos generalmente positivos. Los datos de beneficios de las empresas cotizadas de la zona del euro y de Estados Unidos contribuyeron también positivamente a la evolución de los precios de las acciones en marzo.

Los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos subieron un 9,6% y un 7,1%, respectivamente, entre finales de febrero y primeros de abril, situándose actualmente en niveles próximos a los máximos registrados a principios de enero (véase gráfico 19). La subida de los precios de las acciones, que se produjo de forma generalizada en todos los sectores, fue resultado de la publicación de datos económicos positivos y de la renovada tolerancia al riesgo. Durante el mismo periodo, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, se elevaron de forma incluso más acusada, ganando en torno a un 11,5%. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, siguió disminuyendo en marzo y a comienzos de abril, situándose actualmente en niveles generalmente en línea con los observados antes de las turbulencias financieras que surgieron en el verano de 2007. Mientras tanto, en Estados Unidos la volatilidad implícita se mantuvo prácticamente estable (véase gráfico 20).

**Gráfico 19 Índices bursátiles**

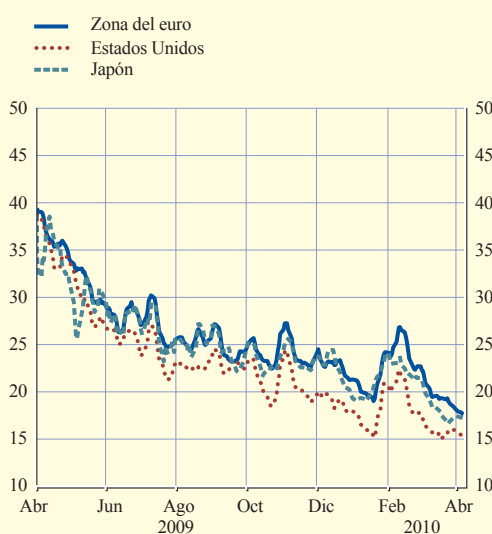
(índice: 1 de abril de 2009 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable**

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



Fuente: Bloomberg.  
Notas: Las series de volatilidad implícita representan la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un periodo 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.

El crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas cotizadas de la zona del euro permaneció en niveles reducidos en marzo de 2010. Los de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron un 19%. Sin embargo, en marzo el ritmo de descenso fue más moderado que en los últimos meses. El crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses se redujo ligeramente, en comparación con los niveles registrados en los últimos meses, situándose en el 24% en marzo. Los datos de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX publicados en marzo ofrecieron más sorpresas positivas que negativas.

Los datos macroeconómicos y de beneficios publicados desde el inicio de marzo han contribuido positivamente a la evolución de los precios de las acciones en la zona del euro y en Estados Unidos. La publicación de datos de empleo y de producción industrial de la zona del euro deparó sorpresas positivas. Los mercados reaccionaron también positivamente a la nota de prensa publicada el 16 de marzo por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que reiteró que los niveles excepcionalmente reducidos del tipo de interés de los fondos federales se mantendrán probablemente durante bastante tiempo. Además, los datos publicados más recientemente señalan perspectivas favorables para la economía mundial. Sin embargo, pese a estas noticias positivas los inversores siguen preocupados respecto a la fortaleza de la recuperación de la demanda de los hogares en la zona del euro y en Estados Unidos. Asimismo, persiste la inquietud de los mercados en torno a las perspectivas para las finanzas públicas de ambas áreas económicas.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 1,5% en marzo de 2010, desde el 0,9% de febrero. Este aumento puede estar relacionado, en particular, con el componente energético y con los precios de los alimentos, posiblemente como resultado, en parte, de las condiciones meteorológicas. Se espera que la inflación se mantenga en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó al 1,5% en marzo de 2010, desde el 0,9% de febrero (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de marzo, gran parte del aumento de la inflación medida por el IAPC observado entre febrero y marzo puede estar relacionada con la contribución de los componentes de energía y alimentos, cuyos precios parecen haber subido de forma significativa en comparación con el mes anterior, y con el aumento de los precios de las partidas más volátiles de los servicios recreativos dentro del componente de servicios, en particular los de las vacaciones organizadas.

En febrero, la inflación medida por el IAPC descendió 0,1 puntos porcentuales, en relación con enero. El detalle del IAPC de febrero indica que este descenso estuvo determinado, principalmente, por los precios de la energía, ya que las tasas de inflación interanual de los demás componentes del IAPC se mantuvieron, en general, estables o disminuyeron ligeramente (véase gráfico 21). La tasa de variación interanual de los precios del componente energético descendió al 3,1% en febrero, desde el 4% del mes anterior, como consecuencia, básicamente, de la evolución de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles y lubricantes para vehículos privados), que reflejaron la disminución transitoria de los precios del petróleo observada en febrero.

**Cuadro 4 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	3,3	0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9	1,5
Energía	10,3	-8,1	-8,5	-2,4	1,8	4,0	3,1	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	.
Servicios	2,6	2,0	1,8	1,6	1,6	1,4	1,3	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	6,1	-5,1	-6,6	-4,4	-2,9	-1,1	-0,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	49,8	52,1	51,6	54,0	54,5	59,1
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-7,3	-0,8	19,0	27,0	25,1	33,8

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

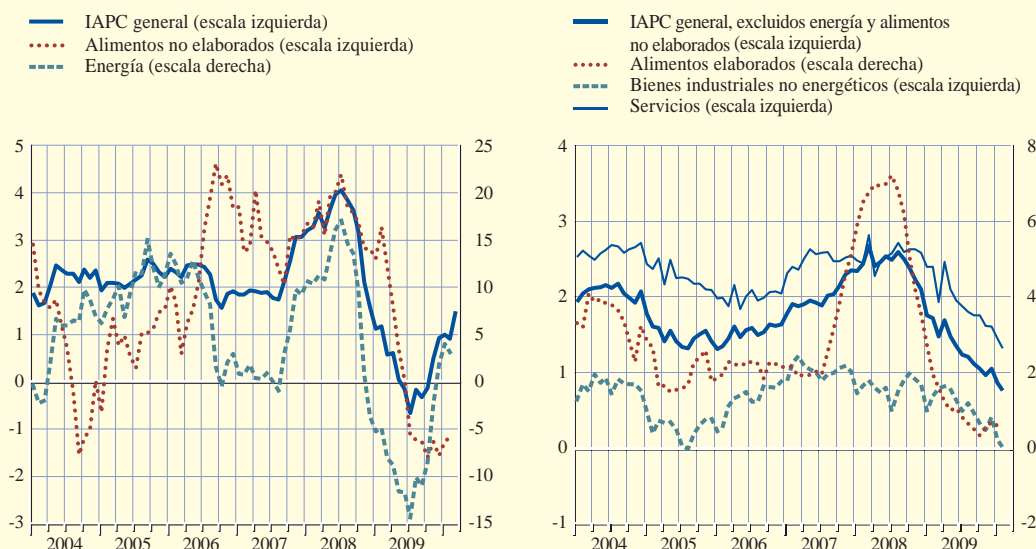
Nota: El índice de los precios de las materias primas no energéticas se ha ponderado de acuerdo con la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

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



## Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se mantuvo en el  $-0,1\%$  en febrero, sin cambios en relación con enero. Los precios de los alimentos no elaborados volvieron a registrar una tasa de variación interanual negativa en febrero, como resultado de las fuertes caídas de los precios de la carne y de las frutas. En febrero, los precios de los alimentos elaborados no experimentaron cambios en comparación con el mes precedente, y partidas como pan y cereales, productos lácteos y aceites y grasas siguieron registrando tasas de variación negativas. Por el contrario, las tasas de variación de los precios del tabaco y de las bebidas alcohólicas siguieron subiendo, muy por encima de sus medias históricas, como consecuencia, fundamentalmente, de modificaciones de los impuestos indirectos en algunos países.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC descendió, desde el  $0,9\%$  de enero al  $0,8\%$  de febrero, como resultado de la disminución de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos descendió al  $0\%$ , desde el  $0,1\%$  de enero, continuando la tendencia a la baja observada desde hacía más de un año. Esta evolución se debió, principalmente, a los precios de los bienes de consumo no duradero (aparatos eléctricos para el cuidado personal, productos farmacéuticos, periódicos, etc.) y semiduradero (textiles, calzado, libros, etc.), mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo duradero (especialmente los de los automóviles) aumentó ligeramente en febrero, en comparación con enero. La inflación en los precios de los servicios volvió a disminuir en febrero, hasta el  $1,3\%$ , la menor tasa de variación registrada desde mayo de 2000. La desaceleración del crecimiento de los precios de los servicios fue consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de los servicios de transporte y de los servicios recreativos y culturales.

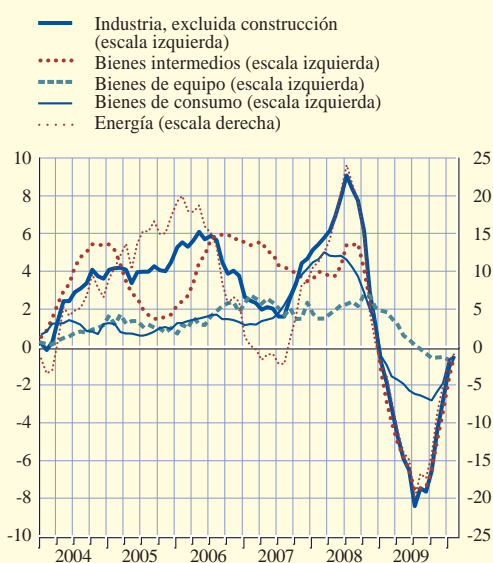
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles muestran que, tras más de un año, la tendencia descendente de los precios industriales está tocado fondo. En febrero, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó al  $-0,5\%$ , desde el  $-1,1\%$  de enero. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado, en gran medida, de fuertes efectos de base positivos y de recientes incrementos de los precios de la energía y de las materias primas. En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo aumentó en febrero, impulsada sobre todo por los precios de los alimentos (véase gráfico 22).

Los indicadores de las encuestas señalan también que están desapareciendo las presiones a la baja sobre los precios. Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices de precios volvieron a subir en marzo (véase gráfico 23). En particular, el índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero, que ya se había situado por encima de 60 en febrero, volvió a elevarse en marzo (un valor superior a 50 señala un aumento de las presiones sobre los precios). El correspondiente índice de precios de los bienes intermedios en el sector servicios se elevó también hasta un nivel próximo a 53. Por lo tanto, ambos índices apuntan a un aumento de los costes de los bienes intermedios. El índice de precios cobrados en el sector manufacturero alcanzó el umbral de 50, señalando que los precios se habían mantenido prácticamente estables. El índice de precios cobrados en el sector servicios volvió a subir también, manteniéndose, sin embargo, en un nivel inferior a 50, que indica un descenso continuado de los precios, aunque a tasas inferiores a las de los meses precedentes. Para ambos sectores, aunque especialmente para las manufacturas, la evolución reciente muestra que las empresas tienen

**Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales**

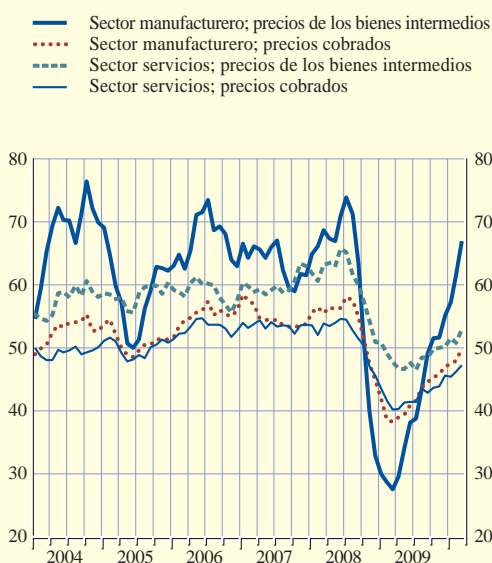
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 23 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)



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

persistentes dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a sus precios de venta, lo que apunta a una reducción de los márgenes de las empresas de la zona del euro a comienzos de 2010. Tal y como se indica en el recuadro 4, de cara al futuro la mejora de la situación de la demanda y el esperado aumento cíclico de la productividad, en un contexto de debilidad del mercado de trabajo, deberían contribuir a la recuperación de los beneficios de las empresas.

#### Recuadro 4

### EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS Y SU COMPORTAMIENTO DESPUÉS DE PERÍODOS DE RECESIÓN

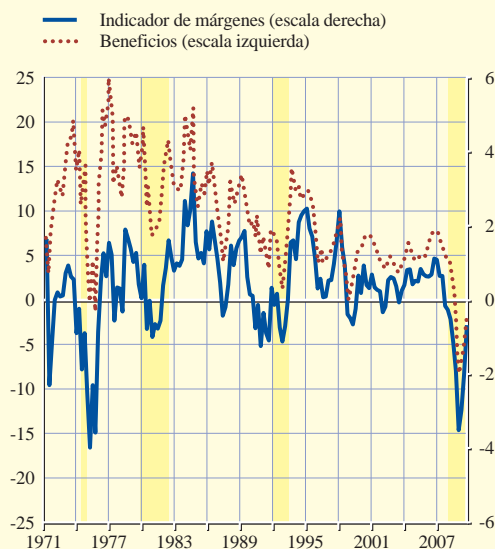
El acusado descenso de la productividad de las empresas, unido a la resistencia de los costes laborales en la crisis de 2008-2009, ha originado una fuerte contracción de los beneficios. Para considerar la evolución actual de los beneficios con cierta perspectiva, en el presente recuadro se analiza más de cerca su evolución en anteriores períodos de recuperación económica, observándose que, históricamente, el crecimiento de los beneficios de las empresas de la zona del euro ha repuntado a un ritmo relativamente rápido, cuando la economía ha empezado a emerger de la recesión. Sin embargo, debido a la profundidad de la recesión de 2008-2009 y a la contracción sin precedentes de la demanda agregada durante este período, las perspectivas a corto plazo para esta variable son muy inciertas.

En el último trimestre de 2009, los beneficios (medidos en términos de excedente bruto de explotación<sup>1</sup>) siguieron disminuyendo, un 2% en tasa interanual, aunque mucho más lentamente que en el trimestre anterior, en el que descendieron casi un 6% en tasa interanual. La caída de los beneficios estuvo determinada, principalmente, por el elevado crecimiento de los costes laborales unitarios derivado de los salarios relativamente altos y de las políticas de atesoramiento de trabajo seguidas por las empresas de la zona del euro durante la reciente recesión. Sin embargo, la evolución a corto plazo (medida en términos de tasa de variación intertrimestral) continúa sugiriendo que los beneficios se están recuperando gradualmente después de haber tocado fondo.

Desde una perspectiva a largo plazo, el gráfico A muestra las tasas de variación interanual de los beneficios desde el inicio de los años setenta y las del indicador de márgenes (calculado como el deflactor del PIB al coste de los factores menos los costes laborales unitarios). El indicador de márgenes se utiliza generalmente como aproximación al «margen», es decir, la brecha entre los precios

#### Gráfico A Indicador de márgenes y beneficios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat y en la base de datos del modelo para la zona del euro del BCE de G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «An area-wide model for the euro area», *Economic Modelling*, vol. 22 (1), enero de 2005, pp. 39-59.

Notas: Las zonas sombreadas representan períodos de recesión en la zona del euro, según definición del Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR). El indicador de márgenes se calcula como el deflactor del PIB menos los costes laborales unitarios. Los beneficios se miden en términos de excedente bruto de explotación.

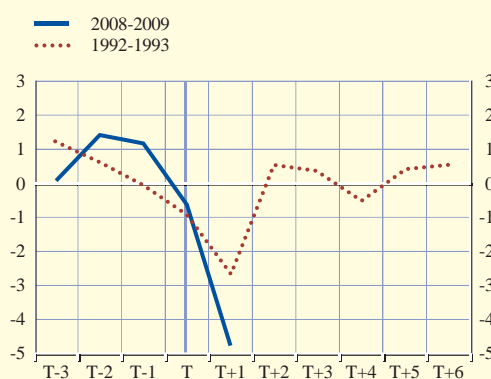
1 Excluida la renta de los trabajadores autónomos.

cobrados por las empresas y el coste de producción. El gráfico A permite hacer varias observaciones, aunque antes de extraer conclusiones hay que tener en cuenta las marcadas diferencias existentes entre los ciclos económicos y el carácter único de cada una de las pasadas recesiones y recuperaciones. En primer lugar, los beneficios de las empresas de la zona del euro y el indicador de márgenes experimentaron fuertes caídas en períodos de recesión precedentes (representados en las zonas sombreadas). En segundo lugar, al término de las recesiones, las dos variables volvieron con relativa rapidez a los niveles anteriores a estos episodios. En las dos recesiones que se produjeron a comienzos de los años ochenta y noventa, los beneficios ya estaban creciendo a tasas de dos dígitos al final del período de recesión. En tercer lugar, basándose en el final de los anteriores episodios de recesión y suponiendo que la recesión actual terminó verdaderamente a mediados de 2009, parece que tanto los beneficios como el indicador de márgenes han ido disminuyendo durante un período de tiempo sin precedentes. Además, en 2009 la tasa de descenso de los beneficios alcanzó niveles históricos.

Los beneficios empresariales tienen una relación estrecha e interdependiente con la actividad económica agregada<sup>2</sup>, aunque los beneficios son mucho más volátiles que el producto y es posible que la globalización pueda, con el tiempo, haber debilitado un poco los vínculos entre los beneficios y la producción interna<sup>3</sup>. Por lo tanto, la caída sin precedentes de los beneficios registrada en 2009 debe considerarse en función de las medidas disponibles de la brecha de producción, que indican variaciones negativas de esta brecha más acentuadas en 2009 que en la recesión de 1992-1993 (véase gráfico B). La brecha de producción mide el grado de utilización de los factores de producción en la economía y señala la fase del ciclo económico y la posible existencia de presiones inflacionistas. A la hora de extraer conclusiones, es preciso tener en cuenta la disponibilidad limitada de datos y la elevada incertidumbre respecto a las estimaciones de la brecha de producción<sup>4</sup>. No obstante, es probable que unas importantes brechas de producción negativas mermen la capacidad de las empresas para subir los precios de venta.

**Gráfico B Variaciones de las estimaciones de la brecha de producción en determinadas recesiones de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; datos anuales)



Fuente: Base de datos AMECO de la Comisión Europea.  
Notas: T representa el año del nivel máximo de actividad económica antes de las recesiones respectivas, según datación del CEPR. Los niveles máximos de actividad en la zona del euro corresponden al primer trimestre de 1992 y al primer trimestre de 2008.

Para poder volver a examinar el comportamiento de los beneficios después de períodos de recesión y para tener en cuenta las diferencias existentes entre las tasas de inflación de los períodos analizados, en el gráfico C se compara la evolución de los beneficios en términos reales (deflactados por el deflactor del valor añadido bruto) antes y después de alcanzarse el nivel máximo de actividad económica anterior a las recesiones respectivas. En comparación con las recesiones precedentes, la caída de los beneficios reales en la recesión de 2008-2009 parece haber sido inicialmente menos grave, pero posteriormente más persistente. La contracción de los beneficios en términos reales registrada en el último trimestre de 2009, es decir, siete trimestres después del nivel máximo de actividad observado en el primer trimestre de 2008,

<sup>2</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución de los márgenes», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

<sup>3</sup> Véase el recuadro titulado «Volatilidad y dispersión por países de los beneficios de las empresas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2007.

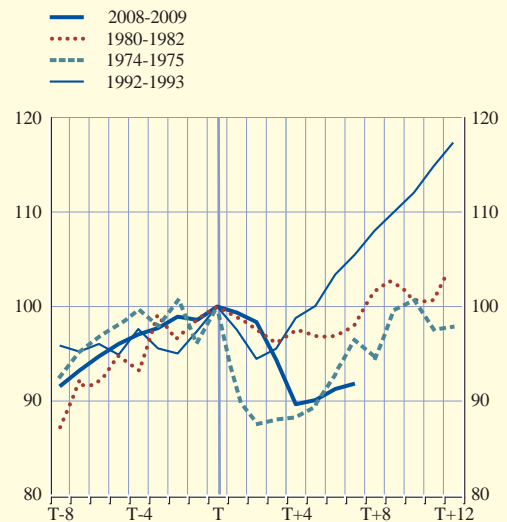
<sup>4</sup> Véase el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

fue mayor que la registrada en cualquiera de los anteriores episodios de recesión. Entre los distintos motivos que pueden explicar este patrón, cabe señalar que, hasta el momento, la desaceleración del crecimiento de la remuneración de los asalariados ha sido más moderada en la última recesión que en los episodios precedentes<sup>5</sup>. La caída de los beneficios está también relacionada con un ajuste menos pronunciado del empleo, en comparación con las desaceleraciones cíclicas anteriores.

De cara al futuro, la mejora de la situación de la demanda y el aumento cíclico de la productividad esperado en un contexto de debilidad del mercado de trabajo debería contribuir a que los beneficios sigan recuperándose desde los niveles mínimos que habían alcanzado, de una manera generalmente similar a la observada en anteriores fases cíclicas expansivas. También es probable que las reestructuraciones y las medidas de reducción de costes adoptadas por las empresas en la zona del euro sigan influyendo favorablemente en los beneficios<sup>6</sup>. Sin embargo, con toda probabilidad una brecha de producción todavía amplia y negativa limitará durante cierto tiempo la capacidad de las empresas para subir los precios de venta y volver a ser rentables.

**Gráfico C Crecimiento real de los beneficios en las recesiones de la zona del euro**

(índice: máximo = 100)



Fuentes: Véase gráfico A.

Notas: T representa el trimestre del nivel máximo de actividad económica antes de las recesiones respectivas, según datación del CEPR. Los niveles máximos de actividad en la zona del euro corresponden al tercer trimestre de 1974, al primer trimestre de 1980, al primer trimestre de 1992 y al primer trimestre de 2008. Los beneficios nominales están deflactados por el deflactor del valor añadido.

5 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.  
6 Las conclusiones de la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (*Wage Dynamics Network*) del Eurosistema indican que las empresas reaccionan principalmente ante perturbaciones permanentes imprevistas de la demanda reduciendo los costes no salariales (78% de los encuestados). Véase el artículo titulado «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», en el Boletín Mensual de febrero de 2009.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En el cuarto trimestre de 2009 prosiguió el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales, confirmando la tendencia iniciada a finales de 2008 (véanse gráfico 24 y cuadro 5).

**Cuadro 5 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

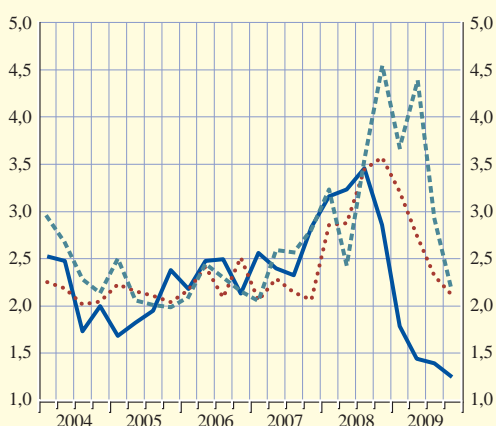
	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Salarios negociados	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Costes laborales totales por hora	3,5	3,3	4,5	3,6	4,3	3,0	2,2
Remuneración por asalariado	3,2	1,5	2,9	1,8	1,4	1,4	1,2
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,1	-2,2	-1,7	-3,7	-3,0	-1,9	-0,1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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- ... Salarios negociados
- - - Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

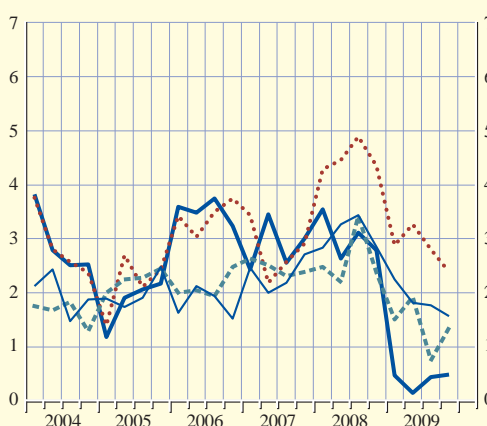
La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro disminuyó al 2,1% en el último trimestre de 2009, desde el 2,3% del tercer trimestre. En estos momentos, la tasa de la zona del euro está, en general, en línea con las tasas de crecimiento observadas en el período 2004-2007, aunque sigue siendo bastante alta, dada la debilidad del mercado de trabajo. El nivel relativamente elevado de este indicador se debe a que incluye varios convenios salariales negociados en 2008, cuando existían muchas más tensiones en el mercado de trabajo. No obstante, el descenso registrado recientemente confirmó que el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro mantiene la trayectoria descendente iniciada al comienzo de 2009. La información disponible sugiere que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber vuelto a disminuir a principios de 2010.

Eurostat ha publicado recientemente, por primera vez, datos de horas trabajadas, que permiten calcular la remuneración por hora. Los datos publicados reflejan los planes de reducción de las horas de trabajo puestos en marcha en varios países de la zona del euro, al poner de manifiesto una fuerte reducción de las horas trabajadas por asalariado (en tasas de crecimiento interanual) a finales de 2008 y principios de 2009. Las horas trabajadas siguieron disminuyendo en el segundo semestre de 2009, aunque a un ritmo más lento. En general, la reducción de las horas trabajadas va acompañada, con frecuencia, de un recor-

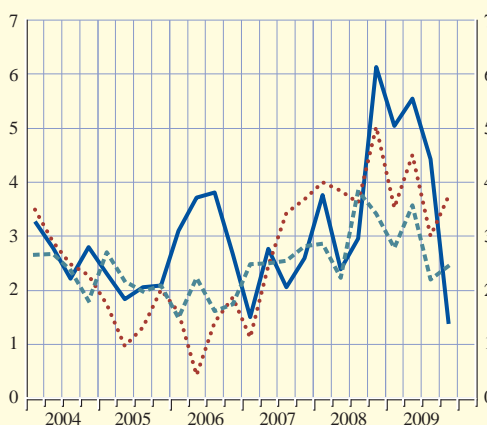
Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Industria, excluida construcción: RPA
- ... Construcción: RPA
- - - Servicios de mercado: RPA
- Servicios: RPA



- Industria, excluida construcción: ICL por hora
- ... Construcción: ICL por hora
- - - Servicios de mercado: ICL por hora



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

te menos que proporcional de la remuneración, lo que ayuda a comprender mejor la evolución observada de los costes laborales por hora y de la remuneración por asalariado.

En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro volvió a disminuir de forma significativa, hasta el 2,2%, desde el 3% del tercer trimestre, alcanzando un nivel próximo a los mínimos históricos observados en 2005. La desaceleración del crecimiento interanual de los costes laborales refleja, principalmente, un ritmo de descenso más lento de las horas trabajadas por asalariado, en particular en el sector industrial, en el que el crecimiento de los costes laborales por hora cayó al 1,4% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 4,4% del trimestre anterior (véase gráfico 25).

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir ligeramente, hasta el 1,2%, en el cuarto trimestre de 2009, desde el 1,4% del trimestre precedente. La fuerte reducción de las horas trabajadas por asalariado a finales de 2008 y principios de 2009 supuso la apertura de una amplia brecha entre la evolución de la remuneración medida por persona y la de la remuneración medida por hora, debido, en parte, a los motivos expuestos anteriormente. Sin embargo, los datos correspondientes al último trimestre de 2009 apuntaban a una reducción mucho menor de las horas trabajadas por persona, lo que fue cerrando la brecha entre la remuneración por persona y por hora.

La desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, unida a una nueva importante mejora de la productividad, ambas medidas por persona, volvió a determinar una acusada desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios cayó al 1,3%, desde el 3,4% del trimestre anterior, lo que representó una marcada diferencia con respecto al máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre del año.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se espera una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con la evolución de los precios de las materias primas. 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.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Según la segunda estimación de Eurostat, y tras un período de acusado descenso, la actividad económica de la zona del euro creció un 0,4% en el tercer trimestre de 2009, mientras que el PIB real se estabilizó en el cuarto trimestre. Este crecimiento de la actividad se benefició de la recuperación en curso en la economía internacional, de los significativos estímulos macroeconómicos y de las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los indicadores disponibles, en especial la nueva información favorable procedente de las encuestas de opinión, sugieren que la recuperación económica continuó en la zona del euro en los primeros meses de 2010, aunque podría haberse visto afectada negativamente por varios factores especiales, entre los que se incluyen las adversas condiciones meteorológicas. Como consecuencia, es probable que el crecimiento del PIB real haya seguido teniendo un comportamiento desigual en torno al cambio de año, lo que aconseja ir más allá de la volatilidad intertrimestral y comparar la evolución del crecimiento en términos semestrales.

De cara al futuro, se espera que el PIB real continúe creciendo a un ritmo moderado en el año actual, dado que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva probablemente contengan la inversión, y se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo reduzcan el crecimiento del consumo. Además, el proceso de ajuste de los balances en los distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro, continuará. Los riesgos para las perspectivas económicas se mantienen prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la incertidumbre.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

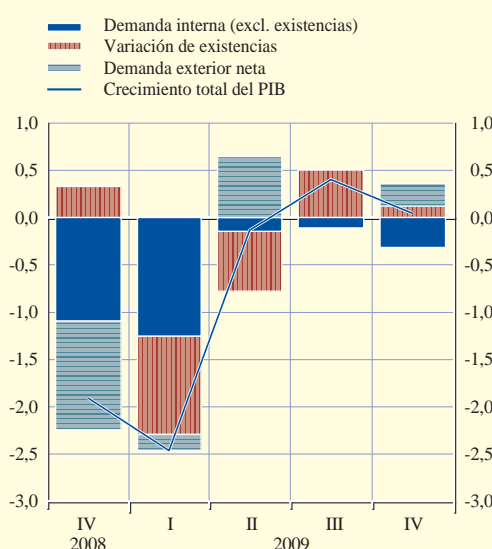
Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se había estabilizado en el último trimestre de 2009, frente al incremento intertrimestral del 0,4% registrado en el período de tres meses anterior (véase gráfico 26). La pausa observada en el crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2009 confirma que es probable que la recuperación de la zona del euro siga una senda desigual, tras cinco trimestres consecutivos de contracción del PIB desde el segundo trimestre de 2008 hasta el segundo trimestre de 2009. Los indicadores disponibles señalan una recuperación durante los primeros meses de 2010.

El crecimiento intertrimestral del PIB en el último trimestre de 2009 se revisó a la baja en 0,1 puntos porcentuales, según la segunda estimación de Eurostat. Esta revisión fue consecuencia de una mayor contribución negativa de la demanda interna, excluida las existencias, de una aportación menos positiva de la demanda exterior neta y de una reducida contribución positiva de las existencias.

La contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales (cifra revisada a la baja desde -0,2 puntos porcentuales) de la demanda interna, excluidas las existencias, reflejó la atonía del consumo privado y el descenso del consumo y la inversión públicas. La mayor aportación negativa de la demanda interna, en comparación con

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.



la primera estimación, se debió fundamentalmente a una importante disminución de la inversión.

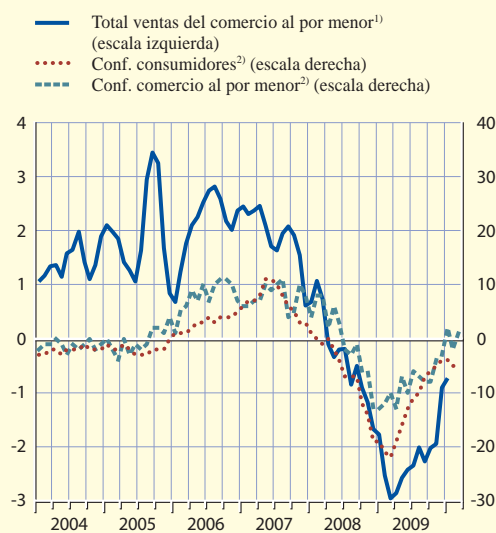
El consumo privado, en tasa intertrimestral, se estancó en el cuarto trimestre de 2009, tras descender un 0,1% en el tercer trimestre del año. La continua debilidad de la renta real disponible de los hogares, que ha tenido su origen principalmente en la reducción del empleo, ha sido el factor determinante de la falta de dinamismo del consumo en los últimos trimestres. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su atonía a comienzos de 2010. En enero, las ventas del comercio al por menor se redujeron un 0,3% en comparación con el mes anterior, tras un incremento del 0,5% en diciembre de 2009 (véase gráfico 27). En términos de medias móviles de tres meses, las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,2% en enero, la misma tasa de descenso que la observada en el último trimestre de 2009. Incluyendo las matriculaciones de automóviles, las ventas del comercio al por menor registraron una caída mucho mayor en enero (el 1,2% en tasa intermensual), ya que las matriculaciones se redujeron un 9,2% ese mes. Sin embargo, en febrero aumentaron un 2,7%, el primer incremento observado desde octubre de 2009. A pesar de la reciente mejora de este indicador, la reducción general de las matriculaciones de automóviles desde el último trimestre de 2009 confirma que los efectos de las ayudas públicas fueron, efectivamente, de carácter transitorio y que se está invirtiendo la tendencia en lo que se refiere a las matriculaciones. Además, la confianza de los consumidores, que había seguido una tendencia ascendente a lo largo de 2009, disminuyó en febrero de 2010 y se mantuvo sin cambios en marzo, permaneciendo en niveles por debajo de su media a largo plazo. En resumen, la información reciente apunta a la debilidad del consumo privado en el primer trimestre de 2010.

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,3%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2009, tras un descenso del 0,9% en el trimestre anterior. Si se compara con la primera estimación, la tasa de crecimiento de la inversión se revisó a la baja en 0,5 puntos porcentuales. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008 como consecuencia de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los beneficios, la reducida utilización de la capacidad productiva desde una perspectiva histórica y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. A pesar del nuevo descenso observado en el segundo semestre de 2009, la evolución reciente señala una mejora, especialmente en vista de la caída tan significativa registrada en la inversión durante la recesión económica. La desagregación de la inversión en el cuarto trimestre de 2009 muestra que, de nuevo, la reducción de la inversión estuvo determinada, en gran medida, por el componente de construcción, que disminuyó un 1,9%, en tasa intertrimestral, una tasa de contracción ligeramente más elevada que en el trimestre anterior. La inversión, excluida la construcción, experimentó un descenso del 0,8% en el último trimestre de 2009, habiéndose mantenido estancada en el trimestre anterior.

En cuanto a los indicadores disponibles sobre la inversión en la zona del euro a comienzos de 2010, la producción de la construcción descendió en enero un 2,2%, en tasa intermensual, y un 3%, en términos

**Gráfico 27 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)



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

de medias móviles de tres meses, frente al 2,2% del último trimestre de 2009. La contracción que se observó en enero fue especialmente acusada en Alemania, pues la actividad en este sector se vio afectada por unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Aunque es probable que el impacto negativo de las condiciones meteorológicas se modifique en lo que resta de año, se prevé que su efecto moderador afecte a las cifras correspondientes al primer trimestre de 2010. En lo que se refiere a la inversión, excluida la construcción, la producción industrial de los bienes de equipo —un indicador de la evolución futura— aumentó ligeramente en enero con respecto al último trimestre de 2009. La inversión, especialmente en el componente que excluye la construcción, puede que mejore de nuevo en los próximos trimestres, pero es probable que, en general, siga siendo débil. En el recuadro 5 se analizan las perspectivas de la inversión a corto plazo en la zona del euro.

Por lo que respecta a la evolución del comercio, el repunte del comercio fué algo más lento en el último trimestre de 2009, situándose las tasas de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones en el 1,9% y en el 1,3%, respectivamente, frente a tasas próximas al 3% en el trimestre anterior. A causa de la desaceleración más pronunciada del crecimiento de las importaciones, la demanda exterior neta contribuyó positivamente, con 0,2 puntos porcentuales, al crecimiento del PIB real en el último trimestre de 2009. Los últimos datos sugieren que el crecimiento del comercio en la zona del euro se mantuvo prácticamente estable a comienzos de 2010.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre y también realizaron una reducida aportación positiva en el último trimestre de 2009, según la segunda estimación de Eurostat, que revisó esta contribución de cero a 0,1 puntos porcentuales. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de desacumulación de existencias está ralentizándose en la zona del euro. Como resultado, las existencias podrían contribuir positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el primer trimestre de 2010. No obstante, la magnitud de esa contribución sigue siendo incierta, puesto que depende de la rapidez con que repunte la demanda y de la medida en que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad. Además, existe alguna incertidumbre estadística ligada a la manera en que se estiman las existencias.

#### Recuadro 5

#### INVERSIÓN EMPRESARIAL, UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA Y DEMANDA

La inversión ha descendido considerablemente en la zona del euro durante la reciente recesión, y ha seguido disminuyendo, aunque más lentamente, desde el inicio de la recuperación observada en el segundo semestre de 2009. En este recuadro se analizan las perspectivas de inversión de la zona del euro en el corto plazo, teniendo en cuenta las perspectivas de la utilización de la capacidad productiva y de la demanda.

Desde el comienzo de la reciente recesión, en el segundo trimestre de 2008, la participación de la inversión en el PIB de la zona del euro ha disminuido en torno a 2,5 puntos porcentuales. Como puede observarse en el gráfico A, partiendo de un nivel más elevado, esta participación se ha reducido en mayor medida durante la reciente recesión que durante la anterior de principios de los noventa<sup>1</sup>, aunque se situaba, a finales de 2009, en tasa comparable a la observada en el mínimo cíclico re-

1 A comienzos de los años noventa, la participación de la inversión en el PIB se redujo 2,1 puntos porcentuales desde el máximo hasta el mínimo cíclico. Para una comparación histórica más detallada de la inversión en la zona del euro durante las recesiones, véase el recuadro 5 titulado «Inversión de la zona del euro durante la recesión actual», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

gistrado después de la recesión precedente, es decir, alrededor del 20% (véase gráfico A).

En lo que se refiere al pasado más reciente, el gráfico B muestra la contribución de los componentes al crecimiento de la inversión total, a partir de un año antes de que comenzara la reciente recesión. En el gráfico se observa que, durante el segundo semestre de 2009, la inversión de la zona del euro disminuyó básicamente como consecuencia de la caída de la inversión en construcción, mientras que los dos principales componentes de la inversión, excluida la construcción (productos metálicos y maquinaria, y material de transporte), no experimentaron prácticamente cambios, tras el acusado descenso registrado el año anterior.

En la actual fase de recuperación de la actividad económica, existe un alto grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de inversión empresarial de la zona del euro. La evidencia histórica muestra que la recuperación de la inversión después de una crisis financiera tiende a no ser tan pronunciada como después de una recesión que no esté ligada a una crisis financiera, dado que una recuperación del gasto de capital suele requerir una mayor financiación externa, que puede ser difícil de conseguir si se han endurecido las condiciones de concesión de crédito<sup>2</sup>. En la situación actual, los datos más recientes sobre las expectativas de beneficios proporcionados por los analistas financieros sugieren que las perspectivas de financiación interna de las sociedades no financieras de la zona del euro han mejorado, aunque partiendo de un nivel bajo, lo que posiblemente reduzca la necesidad de financiación externa para un determinado nivel de inversión. No obstante, desde el inicio de las turbulencias financieras las condiciones aplicables a los préstamos bancarios a empresas se han endurecido de forma significativa. Aunque existen señales recientes de que este endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito se ha relajado, es probable que persistan ciertas restricciones al crédito bancario durante la recuperación económica<sup>3</sup>.

2 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

3 La encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010 indica que el porcentaje neto de entidades de crédito que señalan un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a empresas siguió disminuyendo en relación con el máximo alcanzado en el segundo semestre de 2008 (64%), aunque se mantuvo en un nivel prácticamente neutro (3%) en el cuarto trimestre de 2009.

**Gráfico A Participación de la inversión en el PIB**

(en porcentaje)

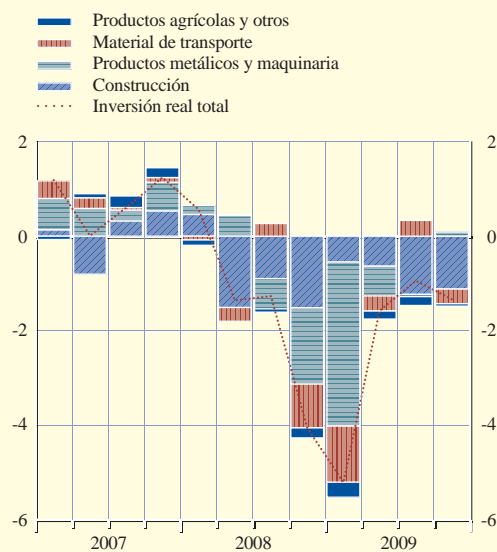


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos del BCE están basados en datos de Eurostat y en la base de datos del modelo general para la zona del euro (AWM) (<http://www.eabcn.org/data/awm/index.htm>). La participación se calcula en términos reales.

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

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones se refieren al último trimestre de 2009.

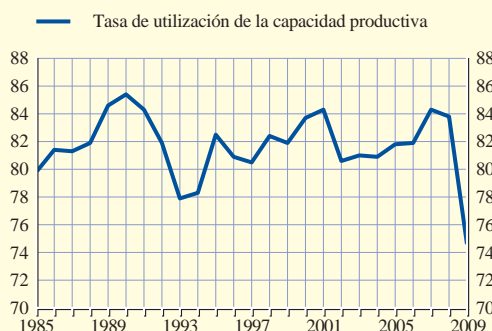
La existencia de una capacidad productiva sin utilizar es otro factor que afecta también a las perspectivas de inversión. Su magnitud es consecuencia de la fuerte caída de la demanda, en el contexto de la disminución de la capacidad productiva existente, que se refleja en el *stock* de capital. Dado que el *stock* de capital representa la acumulación de inversiones pasadas, se ajusta lentamente a cambios en la actividad económica. La lenta respuesta del *stock* de capital a cambios en la inversión explica, en parte, porqué durante la reciente recesión, los resultados de las encuestas sobre la tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas apuntaban a un fuerte descenso (véase gráfico C). Sin embargo, puesto que los bienes de inversión tardan en incorporarse al *stock* de capital existente, mientras que este sigue depreciándose, con toda probabilidad la tasa de utilización de la capacidad productiva se elevará gradualmente con el tiempo, aunque su respuesta podrá ser más rápida si se produce una recuperación de la demanda.

No es sorprendente que gran parte de la disminución de la inversión observada durante la reciente recesión se debiera a la reducción de la demanda total. Aunque los datos de las encuestas sobre la confianza industrial se recuperaron en el transcurso del segundo trimestre de 2009, las cifras más recientes se mantienen por debajo de la media a largo plazo, y las encuestas de la Comisión Europea muestran que la falta de demanda es el factor principal que limita la producción (véase gráfico D).

De cara al futuro, se espera que el bajo coste real de la financiación sostenga la inversión empresarial. Al mismo tiempo, en un contexto en el que las empresas están reestructurando sus balances, una mayor necesidad de financiación externa podría chocar con un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. En general, en un clima de incertidumbre y de moderadas perspectivas de demanda, es probable que únicamente se observe una ligera aceleración del crecimiento de la inversión empresarial de la zona del euro en el corto plazo.

**Gráfico C Tasa de utilización de la capacidad productiva**

(en porcentaje)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

**Gráfico D Indicadores recientes de inversión empresarial**

(datos estandarizados para el período comprendido entre el primer trimestre de 1992 y el cuarto trimestre de 2008)



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

Notas: Las series representadas en el gráfico no tienen unidad, ya que están estandarizadas. Por ejemplo, +2 indica que el valor se sitúa dos desviaciones típicas por encima de la media.

## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat mostró que la estabilidad del valor añadido real, en términos intertrimestrales, durante el último trimestre de 2009 reflejó una actividad prácticamente nula en el sector indus-

trial y una actividad ligeramente más elevada en la rama de servicios, mientras que continuaba la desaceleración en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo un 0,1% en tasa intertrimestral, con respecto a la tasa de crecimiento del 2,4% registrada en el trimestre previo. El valor añadido de los servicios aumentó un 0,2%, mostrando que la actividad en el sector mejoró marginalmente, tras haber permanecido estancada en el trimestre anterior. El valor añadido de la construcción se redujo un 1,2%, una tasa prácticamente acorde con los descensos observados en los tres trimestres del año precedentes, pero mucho más reducida que a finales de 2008. En el recuadro 6 se examina la evolución en los distintos sectores económicos en esta fase inicial de la recuperación cíclica y se analiza la medida en que esta difiere de la evolución seguida en períodos de recuperación anteriores.

#### Recuadro 6

### LA ACTUAL RECUPERACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EN LOS DISTINTOS SECTORES ECONÓMICOS DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

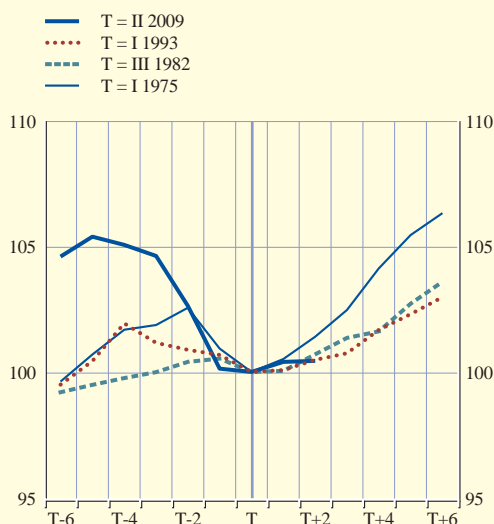
Después de registrarse la recesión más acusada desde la Segunda Guerra Mundial, el PIB de la zona del euro tocó fondo en el segundo trimestre de 2009 y, desde entonces, su recuperación ha sido moderada. En este recuadro se presta una estrecha atención a la evolución del PIB de la zona del euro en esta fase inicial de recuperación cíclica y se analiza hasta qué punto es comparable con la de períodos de recuperación anteriores. Se pasa luego a examinar cómo se ha desarrollado la actividad en los distintos sectores económicos y cómo ha contribuido al comportamiento del PIB en los dos últimos trimestres. Se identifican asimismo los puntos en común y las diferencias con respecto a la evidencia histórica.

En el gráfico A se compara la evolución del PIB en la fase inicial de la recuperación actual hasta el cuarto trimestre de 2009 con la de las recuperaciones posteriores a las tres recesiones que se han registrado en la zona del euro desde 1970, donde T marca los respectivos mínimos cíclicos. El gráfico muestra que, mientras que la recuperación trimestral del PIB en el tercer trimestre del 2009 se encuentra entre las tasas de crecimiento iniciales más altas posteriores a los mínimos de las recesiones, el estancamiento del PIB en el cuarto trimestre de 2009 hace que la mejora actual sea la más débil en esta fase de la recuperación, aunque no se halla demasiado alejada del conjunto de experiencias anteriores. No obstante, el gráfico también pone de relieve que las caídas observadas en el PIB durante la reciente recesión son mucho más pronunciadas que en las anteriores. Si se mide desde el máximo al mínimo cíclico, el PIB se redujo un 5,2% en la recesión registrada en 2008-2009, que supone más del doble de la disminución observada en la segunda recesión más acusada desde 1970. Si se compara con esta pérdida de producción durante la recesión, la recuperación desde el mínimo cíclico observado en el segundo trimestre de 2009 parece muy moderada, y el PIB se sitúa actualmente muy por debajo de su máximo anterior a la recesión. Ello muestra que, en contraposición con las recuperaciones posteriores a las recesiones precedentes registradas en la zona del euro, en las que PIB recuperó los niveles previos a la recesión en unos trimestres, en la recuperación actual se esperan pérdidas de producción mucho más prolongadas, como es habitual en las recuperaciones posteriores a las crisis financieras<sup>1</sup>.

1 Véanse, por ejemplo, S. Claessens, M. Klose y M. Terrones, «What Happens During Recessions, Crunches and Busts», *IMF Working Papers*, n.º 274, FMI, 2008; Capítulo 3 de las Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2009; Capítulo 4 de las Perspectivas de la Economía Mundial de octubre de 2009; y el artículo titulado «La última recesión de la zona de la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2009.

**Gráfico A PIB de la zona del euro en las recuperaciones**

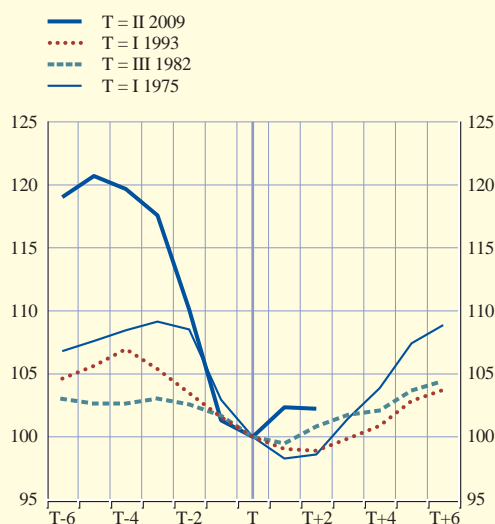
(índice; T = 100; T representa el mínimo cíclico del PIB)



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

**Gráfico B Valor añadido de la industria en la zona del euro (excluida la construcción) en las distintas recuperaciones**

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



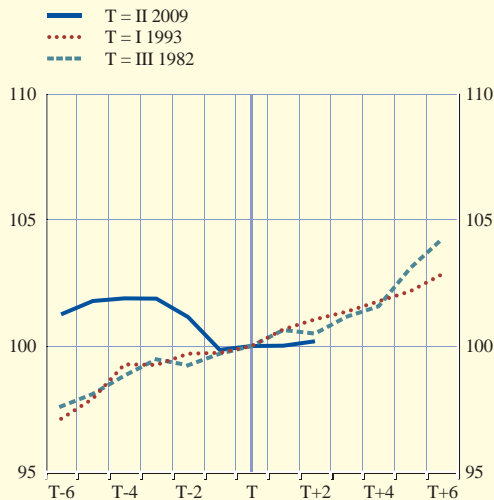
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: Los datos de valor añadido de la industria anteriores a 1980 se aproximan por los datos de producción industrial (excluida la construcción).

Los períodos de recuperación anteriores han mostrado diferencias muy claras en el patrón de evolución de la actividad en los distintos sectores, que también están relacionadas con sus características durante las fases de recesión previas (véanse gráficos B a D). La actividad en el sector industrial, que es altamente cíclico y que, en pasadas recesiones, ha registrado las contracciones más acusadas, mejoró claramente durante las recuperaciones ulteriores, aunque generalmente con un desfase de uno o dos trimestres en relación con el mínimo cíclico del PIB. Este patrón transitorio está relacionado con la evolución de la actividad en el sector servicios (para el que solo se dispone de datos a partir de 1980), que registró un crecimiento más lento, pero sostenido, durante las recesiones previas y que se aceleró de forma moderada durante los repuntes subsiguientes. Tras los mínimos cíclicos observados en el PIB durante las recuperaciones anteriores, esta aceleración en el ritmo de crecimiento del importante sector servicios fue lo suficientemente significativa como para compensar el efecto de la contracción en curso, aunque cada vez más moderada, en el mucho más pequeño sector industrial. Se observa un desfase mucho mayor en la recuperación de la actividad en relación con el PIB en el pequeño sector de la construcción (para el que, nuevamente, solo se dispone de datos a partir de 1980) en el repunte posterior a la recesión de 1992-1993, período en que la actividad siguió contrayéndose durante otros tres trimestres después de que el PIB alcanzara el mínimo cíclico. Sin embargo, la mejora simultánea en la actividad de la construcción tras la recesión de 1980-1982 pone de manifiesto que ello no es una característica común de la evolución de la actividad constructora durante las recuperaciones.

Los gráficos ilustran también que, en contraposición con las recuperaciones previas, hasta el momento el repunte del PIB ha venido determinado, en gran medida, por mejoras en la actividad industrial. El valor añadido de la industria se incrementó marcadamente hasta el cuarto trimestre de 2009, de forma mucho más acusada que los aumentos observados en fases similares de las recuperaciones anteriores, y los datos de producción industrial disponibles hasta enero de 2010 ponen de manifiesto

**Gráfico C Valor añadido de los servicios en la zona del euro en las distintas recuperaciones**

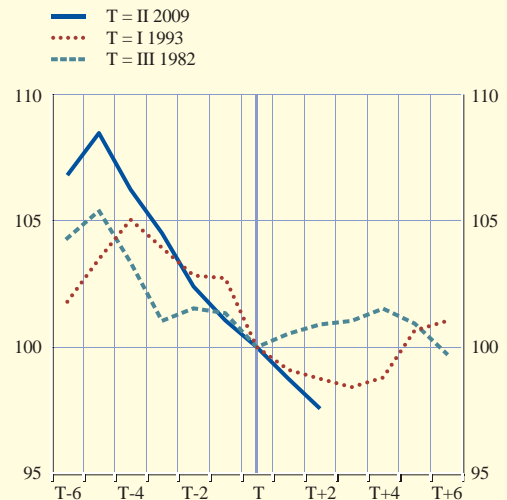
(índice; T = 100; T representa el mínimo cíclico del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

**Gráfico D Valor añadido de la construcción en la zona del euro en las distintas recuperaciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

una recuperación en el sector industrial aún más pronunciada. El repunte de la demanda mundial, además de los planes de apoyo públicos (sobre todo, las ayudas a la sustitución de automóviles), contribuyeron a esta recuperación. Sin embargo, pese a este incremento, el nivel de actividad en este sector sigue situándose significativamente por debajo de los máximos anteriores a la recesión (en torno al 15%). En recuperaciones pasadas, la actividad industrial volvió a los niveles previos a la recesión en períodos ligeramente más prolongados que aquellos durante los que los había perdido. No obstante, incluso si se tienen en cuenta las favorables señales procedentes de los indicadores coyunturales de la actividad industrial, parece improbable que dicha senda pudiera también registrarse en la recuperación actual.

Otra característica sobresaliente del repunte de la actividad industrial en la recuperación actual se refiere a sus movimientos simultáneos al PIB, lo que está relacionado con la excepcional debilidad del valor añadido de los servicios en la reciente recesión y también en el período posterior. En contraste con lo ocurrido en recesiones anteriores, en las que el valor añadido del sector servicios continuó creciendo, este se contrajo claramente en la recesión observada en 2008-2009, contribuyendo con ello a la excepcional intensidad de esta recesión, y se ha mantenido prácticamente estancado desde entonces. Así pues, esta vez la actividad en los servicios no fue capaz de contrarrestar el lento descenso de la actividad industrial al final de la recesión y puede señalarse como la fuente principal del repunte bastante moderado que se observó en el PIB en relación con las recuperaciones previas. La desagregación de los servicios revela que los servicios de mercado, es decir, el comercio y el transporte y los servicios financieros y empresariales, fueron la causa del comportamiento tan inusualmente débil de la actividad en los servicios tanto en la reciente recesión como en la recuperación subsiguiente, manteniéndose el valor añadido prácticamente estancado desde el segundo trimestre de 2009 en el caso del comercio y el transporte, y cayendo incluso por debajo de su nivel en el segundo trimestre de 2009 en el caso de los servicios financieros y empresariales. Por el contrario, los servicios relacionados con el sector público crecieron de forma continuada durante la reciente

recesión y en los primeros trimestres de la recuperación, lo que está muy en línea con las experiencias previas, y, por lo tanto, representa la segunda fuente de crecimiento de esta recuperación, después del sector industrial. En general, la debilidad en el sector servicios refleja el estancamiento actual de la demanda interna. Los indicadores de coyuntura sugieren que, en el futuro próximo, la actividad en los servicios podría recuperarse de forma bastante moderada.

La evolución del valor añadido de la construcción ha sido incluso más negativa que la del valor añadido de los servicios en los últimos trimestres, a pesar de haberse beneficiado de los planes de apoyo públicos. Esta evolución muestra la existencia de una contracción en curso incluso después de haberse alcanzado el mínimo del PIB. La comparación con la evolución que se observó en las recuperaciones pasadas pone de manifiesto que, si bien este patrón tiene precedentes, no es una característica común a todas las recuperaciones. La magnitud de las pérdidas de producción registradas en la construcción desde los máximos anteriores a la recesión supera también en este sector las experimentadas en las dos recesiones anteriores. En la recuperación que se registró tras la recesión de 1992-1993, la contracción de la actividad constructora continuó mucho más allá de la fase de repunte del PIB en que nos encontramos actualmente, y los indicadores de coyuntura sugieren que tal debilidad persistirá también en la recuperación actual.

El panorama general presentado en esta fase inicial de la recuperación actual es de un repunte bastante moderado y desigual en los distintos sectores económicos. Mientras que la actividad industrial se ha recuperado hasta la fecha con más rapidez que en recuperaciones previas y la actividad en la construcción ha seguido contrayéndose de manera relativamente igual a la recuperación posterior a la recesión de 1992-1993, pero ha evolucionado de forma mucho más desfavorable que en la que siguió a la recesión de 1980-1982, el valor añadido de los servicios, que está prácticamente estancado, resulta haber sido desde una perspectiva histórica la fuente principal de la relativa debilidad del actual repunte del PIB. No obstante, cuando se toma en consideración la magnitud de las pérdidas de producción anteriores, la evolución en todos los sectores económicos parece haberse mantenido hasta el momento relativamente débil. Esta senda de recuperación con pérdidas de producción más prolongadas está en línea con la evidencia procedente de los patrones de recuperaciones anteriores posteriores a crisis financieras.

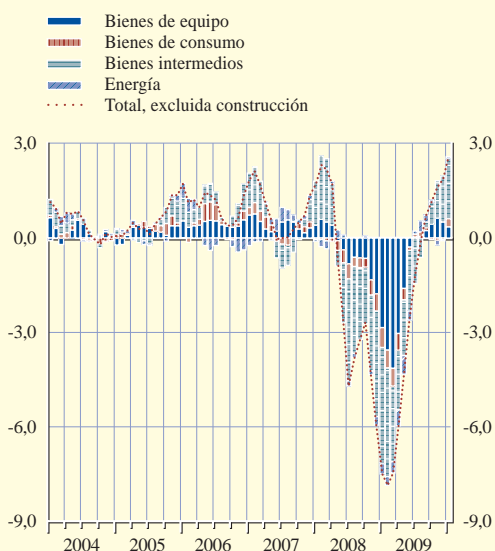
Por lo que respecta a la evolución en el primer trimestre de 2010, la producción industrial registró en enero una expansión del 1,7%, en tasa intermensual, un incremento que situó el nivel de producción muy por encima de la media del último trimestre de 2009, que las revisiones de los datos correspondientes a los primeros meses del año habían aumentado (véase gráfico 28). Por el contrario, los nuevos pedidos industriales se redujeron un 1,3% en enero, tras un descenso del 0,5% en el mes anterior. La media móvil de tres meses de los nuevos pedidos industriales disminuyó un 1,5% en enero, pero se mantuvo por encima de la media histórica anterior a la recesión.

La información procedente de las encuestas apunta a una expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2010. El índice de directores de compras para las manufacturas siguió mejorando, hasta situarse por encima de 56 en marzo (una lectura superior a 50 significa que la actividad aumenta en el sector), alcanzando el índice de producción de las manufacturas niveles que no se habían observado desde el verano de 2006 (véase gráfico 29). La encuesta a los directores de compras también proporcionó indicios positivos sobre los nuevos pedidos, ya que el índice pertinente se incrementó de forma acusada. En lo que se refiere al sector servicios, el índice de directores de compras para la actividad industrial aumentó de nuevo, tras los descensos registrados en los dos primeros meses del año, y retornó al nivel alcanzado a finales de 2009.



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

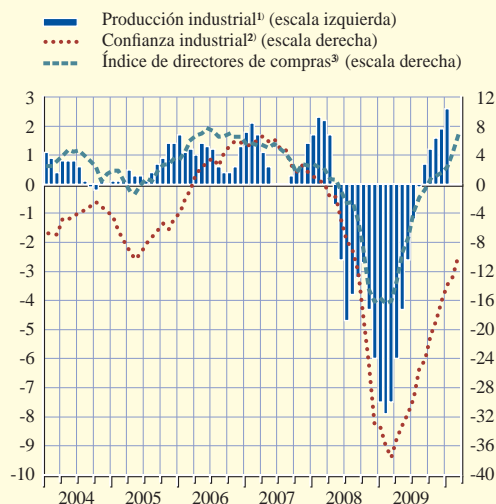
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la información sobre la mejora del clima económico facilitada por el índice de directores de compras. Concretamente, la confianza mejoró en la industria, en la construcción y en el sector minorista, y se mantuvo estable en la rama de servicios.

### MERCADO DE TRABAJO

La información reciente ha confirmado que la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose, dado que los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. En el último trimestre de 2009, el empleo en la zona del euro cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral, según la segunda estimación de la contabilidad nacional efectuada por Eurostat. Estos datos muestran un deterioro del empleo menos marcado que en los trimestres anteriores, en los que el empleo cayó a tasas significativamente más elevadas.

A nivel sectorial, el sector manufacturero (es decir, la industria, excluida la construcción) continuó siendo el más castigado por la contracción observada en el empleo agregado durante el último trimestre de 2009, aunque la tasa de descenso fue del 1,1%, frente al 1,7% del tercer trimestre de 2009. En el cuarto trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de destrucción de empleo en el sector de la construcción, donde el empleo registró una disminución del 0,4%, tras la caída del 1,7% del trimestre anterior. Al igual que en los trimestres precedentes, el empleo en la rama de servicios apenas sufrió modificaciones (-0,1%, en tasa intertrimestral), aunque el agregado de este sector enmascara importantes diferencias entre los distintos subsectores. Tras una mejora relativa en el trimestre anterior, el empleo en el comercio y el transporte volvió a disminuir sustancialmente a finales de año, en un 0,5%, en comparación con el 0,2% observado en el tercer trimestre de 2009, mientras que la contracción en los servicios financieros y empresariales mostró una nueva y considerable mejora, ya que pasó del 0,5% al 0,1% en el tercer trimestre (véase

**Cuadro 6 Crecimiento del empleo**

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

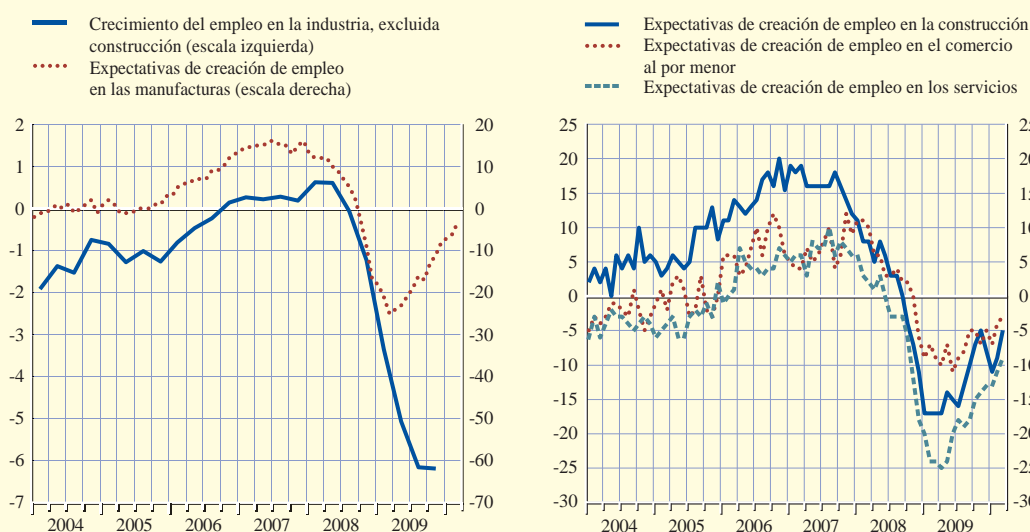
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

cuadro 7 y gráfico 30). Eurostat también publicó por primera vez datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro. Estos datos muestran las primeras señales de crecimiento positivo en el total de horas trabajadas en la zona del euro desde junio de 2008. La cifra agregada para la zona del euro, un incremento intertrimestral del 0,2% en el último trimestre de 2009, oculta una reducción del total de horas trabajadas en las manufacturas, contrarrestada por el vigoroso crecimiento de las horas trabajadas en los servicios, sobre todo en los financieros y empresariales, así como en la administración pública.

Junto con la recuperación registrada en el crecimiento del producto de la zona del euro, la destrucción de empleo observada en los últimos trimestres ha contribuido a que se produzca una inflexión en el

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

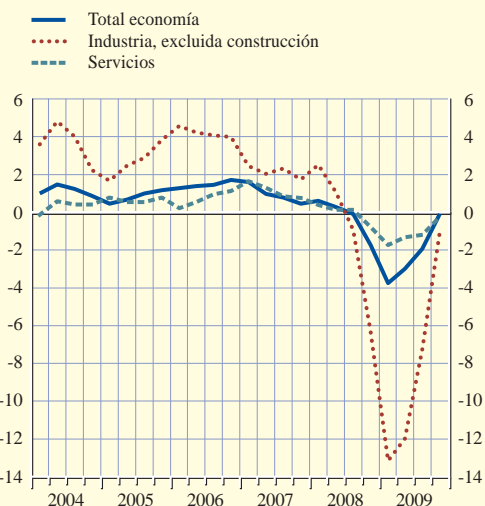
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

**Gráfico 31 Productividad del trabajo**

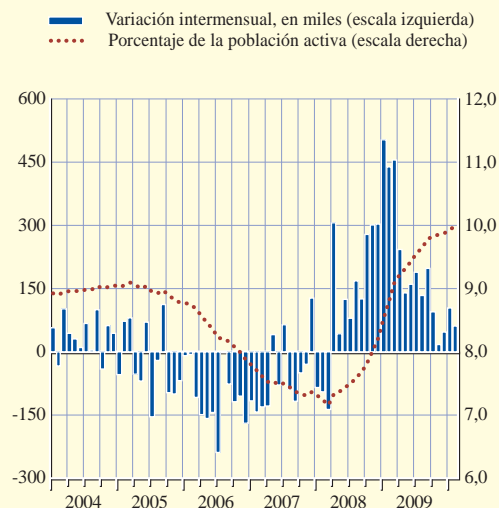
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 32 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) mejoró de nuevo en el último trimestre de 2009, descendiendo un 0,1%, en tasa interanual, y marcando una mejora sustancial con respecto a la caída del 1,9% observada en el trimestre anterior y a la extraordinaria contracción registrada en el primer trimestre del año (véase gráfico 31). La evolución de la productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, y en el último trimestre de 2009 se ha registrado su primera lectura positiva (del 0,3%) desde el tercer trimestre de 2008.

Tras una interrupción temporal en torno al cambio de año, la tasa de desempleo en la zona del euro se incrementó hasta el 10% en febrero, desde el 9,9% de cada uno de los tres meses anteriores (véase gráfico 32). La tasa de paro de la zona se sitúa actualmente en el nivel más alto registrado desde agosto de 1998. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero siguen sugiriendo que es probable que en los próximos meses se produzca un nuevo aumento del desempleo, aunque a un ritmo menor que el observado y esperado en 2009.

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, se espera que el PIB real siga creciendo a un ritmo moderado en el año actual, ya que las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva probablemente contengan la inversión, y se prevé que las débiles perspectivas de los mercados de trabajo reduzcan el crecimiento del consumo. Además, el proceso de ajuste de los balances en los distintos sectores, tanto dentro como fuera de la zona del euro, continuará.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica se mantienen prácticamente equilibrados, en un clima marcado por la incertidumbre. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior

podrían recuperarse más intensamente de lo previsto y la confianza podría mejorar más de lo esperado. Además, podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por otra, sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas y que se intensifiquen las presiones proteccionistas, así como la posibilidad de que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, el euro se depreció un 5,3%, en términos nominales, con lo que siguió situándose por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 7 de abril, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 5,3% por debajo del nivel observado a finales de diciembre y un 5,2% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y estuvo acompañada de una disminución de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las principales monedas, especialmente en horizontes temporales más dilatados.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, invirtiéndose, en parte, la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 34). En ese mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro se redujo, especialmente en los horizontes temporales más dilatados, indicando que las expectativas de los mercados de una vuelta a un entorno de mayor volatilidad de los tipos de cambio han disminuido en cierta medida (véase gráfico 34). El 7 de abril, el euro cotizaba a 1,33 dólares estadounidenses, un 7,4% por debajo del nivel de finales de diciembre y en torno a un 4% por debajo de su media de 2009.

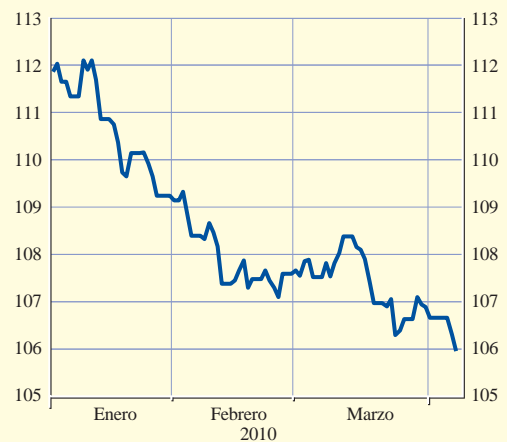
#### YEN JAPONÉS/EURO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 7 de abril, el euro se depreció frente al yen japonés. Ese día, cotizaba a 125 yenes, un 6,1% por debajo de la cotización de finales de diciembre y aproximadamente un 4% por debajo de su media de 2009. En ese mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro disminuyó, pese a registrarse considerables fluctuaciones (véase gráfico 34).

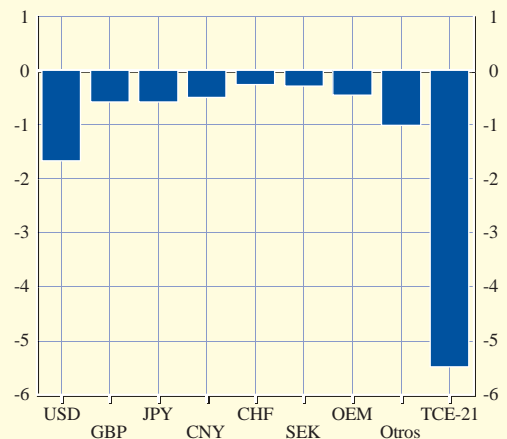
**Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes<sup>1)</sup>**

(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



**Contribuciones a las variaciones del TCE-21<sup>2)</sup>**  
Del 30 de diciembre de 2009 al 7 de abril de 2010  
(en puntos porcentuales)



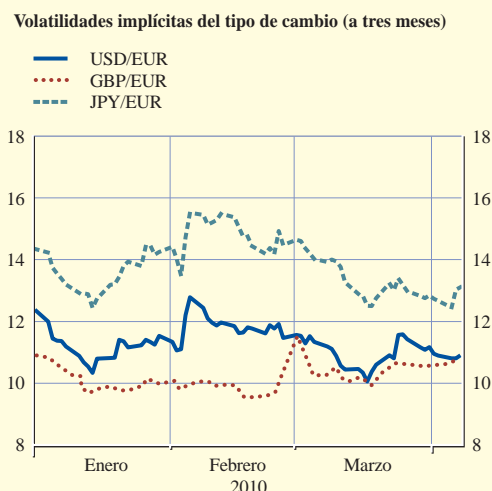
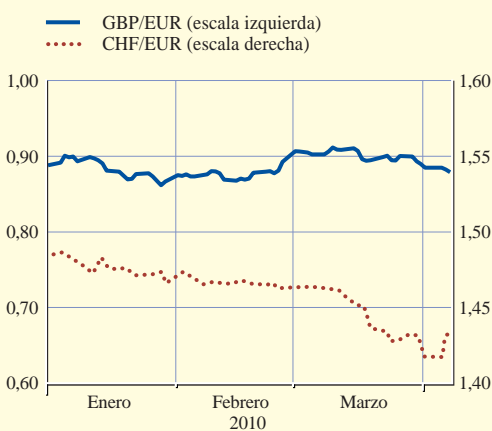
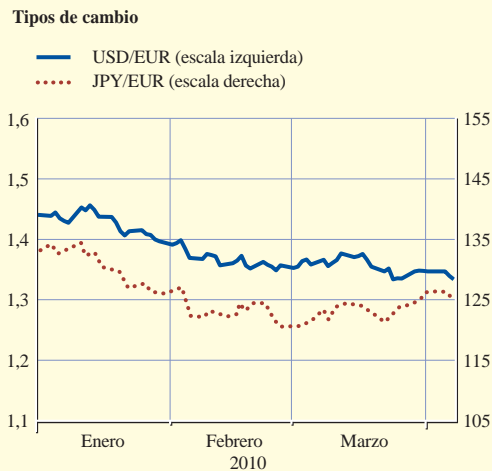
Fuente: BCE.

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

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

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

(datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

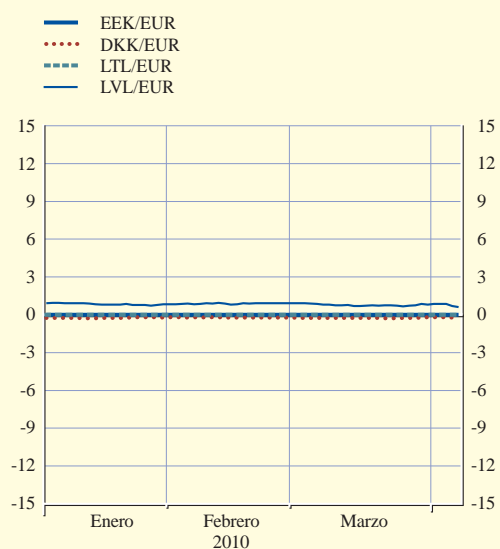
**MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE**

En el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). No obstante, el lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, el euro se depreció un 1% frente a la libra esterlina, y ese día cotizaba a 0,88 libras. En ese mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro se redujo en los horizontes temporales más dilatados, pese al repunte observado en la volatilidad implícita a corto plazo hacia finales de marzo (véase gráfico 34). En el período de tres meses transcurrido hasta el 7 de abril, el euro se depreció

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

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



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es de  $\pm 2,25\%$ ; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de  $\pm 1\%$ .

frente a las monedas de los demás Estados miembros de la UE, y la depreciación más acusada se produjo frente a la corona sueca (un 5,6%) y el zloty polaco (un 6,5%).

### OTRAS MONEDAS

Tras un cambio en la comunicación de la política cambiaria por parte del Banco Nacional de Suiza en diciembre de 2009, el euro se depreció frente al franco suizo en torno a un 3,5% en el período de tres meses que finalizó el 7 de abril, situándose en 1,43 francos suizos. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral de euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguió una evolución paralela a la del tipo de cambio de la moneda única frente al dólar estadounidense. El euro también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 11,7%), el dólar australiano (un 10%) y la corona noruega (un 4%).

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió cobrando impulso en el período de tres meses transcurrido hasta enero, y las importaciones de bienes superaron las exportaciones. El déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 50,7 mm de euros en enero (alrededor del 0,6% del PIB). En la cuenta financiera, la disminución de las salidas netas de inversiones directas y el aumento de las entradas netas de inversiones de cartera explicaron el aumento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera, hasta un saldo acumulado de 275,2 mm de euros en el período de doce meses transcurrido hasta enero.

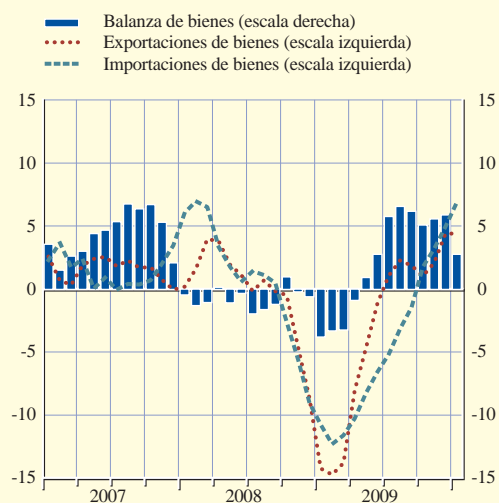
### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió cobrando impulso en el período de tres meses transcurrido hasta enero. Las exportaciones de bienes se incrementaron un 4,4% con respecto al período de tres meses anterior, en un contexto de repunte generalizado de la actividad económica mundial. El mayor crecimiento de las exportaciones también se debió al apoyo de factores transitorios, como los estímulos fiscales y el cambio observado en el ciclo de existencias fuera de la zona del euro. Mientras, las importaciones continuaron superando las exportaciones, aumentando un 6,9% (véase gráfico 36). Las importaciones registraron una caída más prolongada que las exportaciones y su crecimiento en la fase inicial de la recuperación del comercio fue débil.

La descomposición de las importaciones en términos nominales procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro en cifras reales y precios, basada en las estadísticas de comercio exterior de Eurostat, sugiere que la recuperación de las importaciones observada hacia finales de 2009 reflejó, principalmente, un aumento de las importaciones en términos reales (véase gráfico 37). A su

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

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



Fuente: BCE.

vez, estas importaciones se vieron respaldadas por la demanda interna de la zona del euro y por la demanda de bienes intermedios importados impulsada por las exportaciones. Los precios totales de las importaciones, medidos por los índices de valor unitario, se mantuvieron relativamente estables, pese al aumento registrado en los precios de importación de la energía.

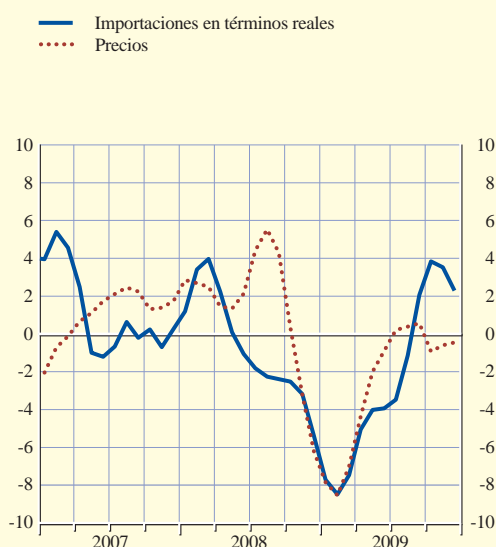
La balanza de servicios también continuó aumentando en el período de tres meses transcurrido hasta enero. Las importaciones y exportaciones de servicios fuera de la zona del euro se incrementaron un 2,7% y un 3%, respectivamente, en comparación con el período de tres meses anterior (véase cuadro 7), una evolución acorde con la evidencia que muestra que la actividad mundial de los servicios se recuperó en torno al cambio de año.

La reciente aceleración observada en el crecimiento de las importaciones de bienes hizo que disminuyera el superávit medio mensual de la balanza de bienes de la zona del euro en el período de tres meses hasta enero con respecto al período de tres meses precedente. No obstante, En términos acumulados de doce meses, el superávit de la balanza de bienes aumentó en enero (véase gráfico 38). Esta evolución, junto con la reducción del déficit de la balanza de rentas, se tradujo en un nuevo descenso del déficit por cuenta corriente, acumulado de doce meses, hasta 50,7 mm de euros en enero de 2010 (aproximadamente un 0,6% del PIB). El superávit más reducido de la balanza de servicios quedó casi compensado por el menor déficit registrado en la balanza de transferencias corrientes.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En marzo de 2010, el índice de cartas de pedidos exteriores de la encuesta a los directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro aumentó hasta el nivel más elevado observado desde principios del año 2000. También se pre-

**Gráfico 37** Detalle de las importaciones procedentes de países de fuera de la zona del euro en términos reales y precios

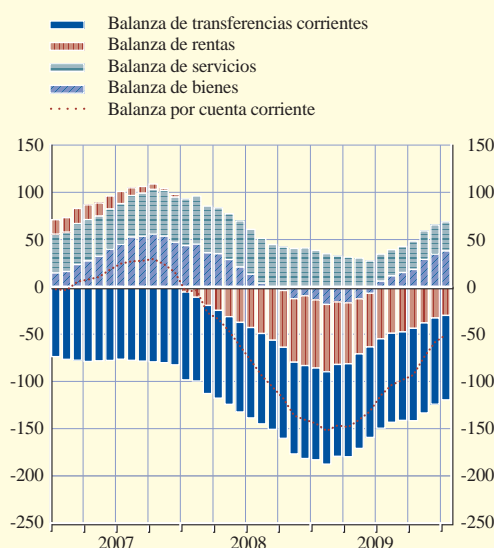
(tasas de variación intertrimestral; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico 38** Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.



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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses hasta				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2009 Dic	2010 Ene	2009 Abr	2009 Jul	2009 Oct	2010 Ene	2009 Ene	2010 Ene
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	<b>2,3</b>	<b>-8,1</b>	<b>-9,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-144,4</b>	<b>-50,7</b>
Bienes	4,3	-2,3	-0,9	5,8	5,1	2,8	-13,9	38,1
Exportaciones	112,6	113,2	105,1	106,3	107,3	112,1	1.548,0	1.292,4
Importaciones	108,3	115,5	106,0	100,5	102,3	109,3	1.561,9	1.254,3
Servicios	4,8	2,0	1,9	2,3	2,9	3,1	38,5	30,6
Exportaciones	40,2	39,1	39,3	38,1	38,1	39,3	507,7	464,4
Importaciones	35,4	37,0	37,4	35,8	35,2	36,2	469,2	433,8
Rentas	-1,7	-1,4	-2,9	-2,0	-3,0	-2,2	-72,0	-30,3
Transferencias corrientes	-5,1	-6,5	-7,9	-6,9	-9,2	-5,8	-97,1	-89,2
<b>Cuenta financiera <sup>1)</sup></b>	<b>-11,3</b>	<b>5,6</b>	<b>12,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>10,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>176,7</b>	<b>50,0</b>
Total inversiones directas y de cartera netas	49,5	-11,2	35,4	16,8	32,1	7,4	114,6	275,2
Inversiones directas netas	1,7	-7,1	-9,8	-3,3	-9,0	-1,5	-188,2	-71,1
Inversiones de cartera netas	47,8	-4,2	45,2	20,2	41,1	8,9	302,9	346,3
Acciones y participaciones	42,3	21,2	4,2	26,0	-5,1	17,3	-100,7	127,3
Valores distintos de acciones	5,5	-25,4	41,0	-5,9	46,2	-8,4	403,6	218,9
Bonos y obligaciones	-5,7	-17,4	29,7	-12,3	22,3	-10,9	162,9	86,3
Instrumentos del mercado monetario	11,2	-8,0	11,3	6,5	23,9	2,6	240,7	132,6
Otras inversiones netas	-63,3	10,0	-23,6	-24,0	-19,5	-23,6	87,3	-239,3
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	2,6	-0,3	-7,2	0,0	0,8	4,0	1,5	-14,5
Importaciones	2,5	6,1	-8,4	-4,9	0,9	5,8	5,1	-16,9
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	2,0	0,6	-8,1	1,1	1,0	4,4	1,2	-16,5
Importaciones	4,0	6,7	-10,3	-5,2	1,8	6,9	5,1	-19,7
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	4,2	-2,8	-4,8	-2,9	0,1	3,0	2,6	-8,5
Importaciones	-2,0	4,6	-2,7	-4,2	-1,6	2,7	5,3	-7,5

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

vé que las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona del euro sigan incrementándose, no solo como consecuencia de la demanda de bienes intermedios importados impulsada por las exportaciones. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial y con países no pertenecientes a la zona del euro ha reflejado, en parte, el impacto de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias— es de prever cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de esos factores.

#### CUENTA FINANCIERA

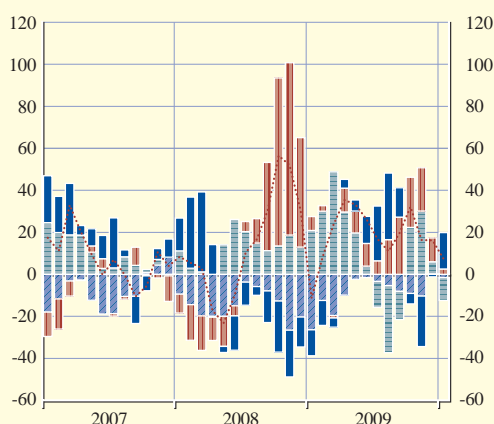
En el período de doce meses transcurrido hasta enero, la zona del euro registró entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera por importe de 275,2 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 114,6 mm de euros un año antes (véase gráfico 39). Este aumento se debió, principalmente, a la disminución de las salidas netas de inversiones directas, atribuibles, en su mayor parte, al incremento de las inversiones directas en la zona del euro por parte de no residentes.

Además, la zona del euro registró un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera en el período de doce meses transcurrido hasta enero, debido a un cambio, de salidas netas a entradas netas, en

Gráfico 39 Principales partidas de la cuenta financiera

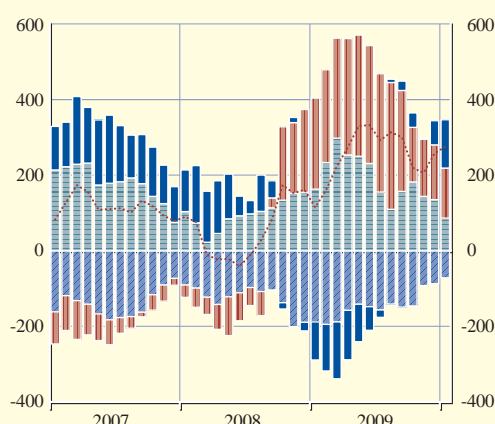
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- Inversiones directas
- Total de inversiones directas y de cartera



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

- Acciones y participaciones
- Instrumentos del mercado monetario
- Bonos y obligaciones
- Inversiones directas
- Total de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

acciones y participaciones, que quedó compensado, aunque solo en parte, por el descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, particularmente de instrumentos del mercado monetario. Las consideraciones relativas a la búsqueda de activos más seguros y la diversificación hacia activos más líquidos y de menor riesgo parecen haber disminuido en 2009, ante unas perspectivas más favorables de la economía mundial y de mejora de la situación de los mercados financieros. Esta evolución se plasmó en un aumento de las adquisiciones netas de acciones y participaciones, especialmente por no residentes en la zona del euro, y en una moderación de las entradas netas de valores distintos de acciones.

En conjunto, la zona del euro registró un descenso de entradas netas en la cuenta financiera en el período de doce meses transcurrido hasta enero, en comparación con un año antes (véase cuadro 7). El incremento de entradas netas observadas en el agregado de inversiones directas y de cartera quedó sobradamente compensado con el cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, registrado en «otras inversiones», una categoría que incluye principalmente préstamos y depósitos. Un destacado factor determinante de la evolución pasada de «otras inversiones» fue, en particular, el proceso de desapalancamiento emprendido por el sector bancario a escala mundial tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008. En el recuadro 7 se analiza con más detalle la dimensión internacional del desapalancamiento bancario.

En cuanto a la evolución más reciente, las entradas netas mensuales registrados en el agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron, en promedio, hasta 7,4 mm de euros en el período de tres meses transcurrido hasta enero, en comparación con unas entradas netas por importe de 32,1 mm de euros en el período de tres meses precedente (véase gráfico 39). Esto fue resultado, fundamentalmente, de un cambio de signo en los flujos de valores distintos de acciones, que pasaron de entradas netas a salidas netas.

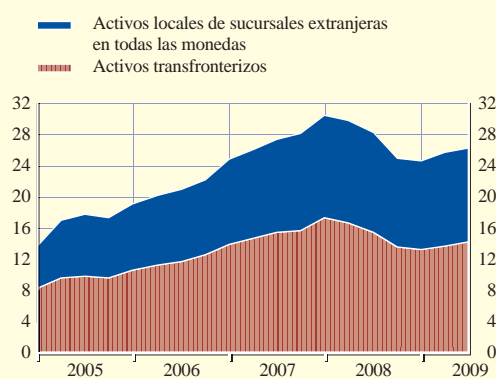
**DIMENSIÓN INTERNACIONAL DEL DESAPALANCAMIENTO BANCARIO**

Un importante canal por el que la crisis financiera se ha propagado a nivel internacional ha sido la notable reducción de los activos extranjeros por parte de las entidades de crédito que operan en los mercados financieros mundiales. A medida que las turbulencias alcanzaban su punto máximo, los bancos declarantes al BPI recortaron de forma notable su exposición al riesgo global, de 30,4 billones de dólares estadounidenses en el primer trimestre de 2008 a 24,9 billones de dólares estadounidenses en el cuarto trimestre de 2008 en cifras consolidadas (véase gráfico A). Alrededor del 70% de esta reducción se logró recortando los activos transfronterizos, mientras que el 30% restante procede de una reducción de los activos locales de las filiales extranjeras. Tras estabilizarse en el primer trimestre de 2009, los activos extranjeros repuntaron parcialmente en el segundo y tercer trimestres del año, situándose en 26,2 billones de dólares. Aunque ello pueda atribuirse, en parte, a la debilidad de la moneda estadounidense, que impulsó al alza el valor en dólares de los activos extranjeros, también podría considerarse un indicio de que las tensiones más fuertes han ido remitiendo.

En consonancia con el carácter mundial de las turbulencias financieras, el proceso de desapalancamiento y el reciente repunte de los activos extranjeros de las entidades de crédito han estado muy sincronizados entre países, y han afectado a casi todas las grandes economías desarrolladas y emergentes. En cifras consolidadas, los activos extranjeros frente a Estados Unidos y frente al Reino Unido se redujeron en 864 mm de dólares estadounidenses y en 1 billón de dólares estadounidenses, respectivamente, entre el primero y el cuarto trimestres de 2008 (véanse las barras rojas del gráfico B). También se produjo una reducción considerable frente a los países de la zona del euro, en parte reflejo de un descenso de los activos financieros dentro de la zona. Desde un punto de vista sistémico, la reducción de la

**Gráfico A Activos extranjeros de los países declarantes al BPI (préstamos transfronterizos y locales)**

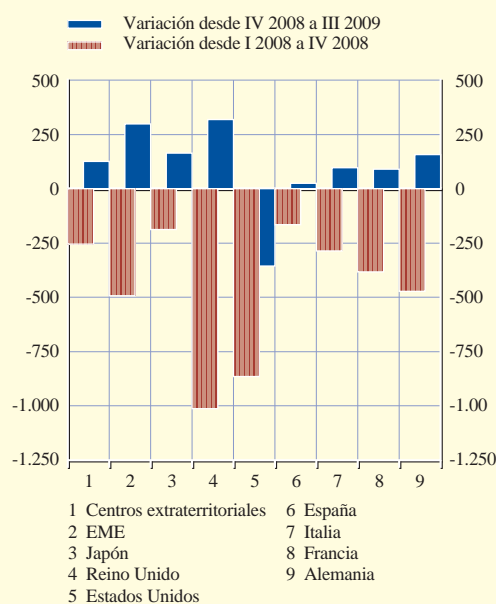
(saldo vivo total; billones de USD; base riesgo último)



Fuente: BPI.  
Notas: Datos consolidados. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2009.

**Gráfico B Variación de los activos extranjeros de los países declarantes al BPI frente a algunas contrapartes geográficas**

(mm de USD; base riesgo último)



Fuente: BPI.  
Nota: Datos consolidados. Las siglas EME designan las economías con mercados emergentes.

exposición internacional al riesgo de las entidades de crédito frente a los mercados emergentes fue especialmente relevante, pues según datos del BPI, los bancos declarantes retiraron casi medio billón de dólares, cifra significativa considerando que, en marzo de 2008, la exposición total de los bancos declarantes al BPI frente a esos países era aproximadamente igual a 4 billones de dólares estadounidenses. No obstante, desde el cuarto trimestre de 2008, se ha producido un repunte notable y generalizado de los activos extranjeros en muchos países, salvo frente a Estados Unidos, en donde estos activos siguieron reduciéndose (véanse las barras azules del gráfico B).

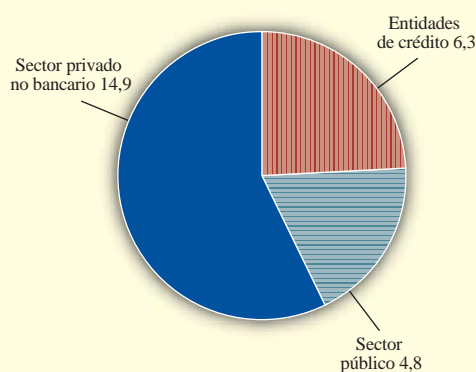
La naturaleza del proceso de desapalancamiento bancario a escala internacional también puede evaluarse desde un punto de vista sectorial. Conforme a las cifras más recientes, las entidades de crédito que declaran datos al BPI están expuestas, principalmente, al riesgo frente al sector privado no bancario, con un saldo vivo de 14,9 billones de dólares estadounidenses, mientras que el riesgo frente a otras entidades y frente al sector público es menor (véase gráfico C). Entre marzo de 2008 y septiembre de 2009, los bancos redujeron sus posiciones de riesgo internacional disminuyendo, sobre todo, sus activos extranjeros frente a otros bancos (por un importe de 2,5 billones de dólares estadounidenses) y frente al sector privado (unos 2,2 billones de dólares). Sin embargo, incrementaron su exposición al riesgo frente al sector público (en unos 0,4 billones de dólares), lo que refleja una «huida hacia la seguridad», dadas las desfavorables condiciones imperantes en los mercados.

Parte del proceso de desapalancamiento a escala mundial podría considerarse como un ajuste necesario de los ratios préstamos/depósitos tras varios años de rápida expansión del crédito en todos los países. La reducción también es coherente con la acusada desaceleración de la actividad económica observada a nivel mundial. No obstante, un período prolongado de atonía en las actividades de préstamo podría también ser indicativo de una fase de debilidad generalizada en el sector bancario, que, de la misma manera, podría reflejarse en la disposición de las entidades de crédito a otorgar préstamos a nivel interno.

En resumen, la economía mundial ha registrado una significativa retirada del sector bancario de los mercados mundiales, que refleja la gravedad de las turbulencias financieras, pero que también ha contribuido a la propagación de su impacto a escala internacional. No obstante, se aprecian algunos indicios de que se está produciendo un proceso de estabilización, que podría ayudar a mejorar las perspectivas de recuperación de la economía mundial.

**Gráfico C Activos extranjeros de los países declarantes al BPI por sectores**

(saldo vivo total; billones de USD; septiembre de 2009)



Fuente: BPI.  
Nota: Datos consolidados.

## ARTÍCULOS

# HERRAMIENTAS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES A CORTO PLAZO DE LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO



*Para evaluar la evolución a corto plazo de la inflación es necesario identificar sus factores determinantes e interpretar la naturaleza de estos factores, siendo importante valorar si solo tienen efectos temporales sobre la inflación o si es probable que sean más persistentes y, por lo tanto, relevantes para la política monetaria. Dentro del Eurosistema, para realizar las predicciones a medio y largo plazo de la inflación se parte de las proyecciones a corto plazo. Para ello se utiliza la primera información desagregada y detallada, que no siempre es fácil incorporar a modelos macroeconómicos estructurales más convencionales. En este artículo se analizan dos herramientas de predicción a corto plazo que se utilizan en el BCE: una que modeliza los precios en sectores específicos, por separado, en función de sus determinantes macroeconómicos, y otra basada en un enfoque integrado que tiene también en cuenta las interacciones entre distintos precios sectoriales. Un análisis comparativo de las previsiones elaboradas con los distintos modelos permite contrastar los resultados de las diferentes herramientas para evaluar las perspectivas de inflación a corto plazo.*

### I INTRODUCCIÓN

El objetivo de la política monetaria del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Debido a los desfases con los que opera la política monetaria, es importante evaluar e interpretar de forma temprana la naturaleza de los factores determinantes de la inflación. Por esta razón, las proyecciones a corto plazo de la inflación (que, a los efectos del presente artículo, tienen un horizonte temporal de hasta un año) proporcionan una valiosa información para el proceso de toma de decisiones de política monetaria. Para evaluar la evolución a corto plazo de la inflación es necesario identificar sus factores determinantes e interpretar la naturaleza de estos factores, siendo importante valorar si solo tienen efectos temporales sobre la inflación o si es probable que sean más perdurables (por ejemplo, si un aumento de los precios del petróleo podría generar presiones inflacionistas persistentes, que afecten no solo a los precios de consumo de la energía, sino también, de forma indirecta, a otros precios de consumo y a los salarios nominales).

La evaluación a corto plazo se basa, en gran medida, en juicios de valor sobre los distintos componentes de la inflación. Sin embargo, a fin de garantizar una evaluación coherente de la relación entre la inflación y sus determinantes, estos elementos de juicio deberían fundamentarse en un sistema de modelización<sup>1</sup>. El BCE ha desarrollado varias herramientas de predicción a corto plazo de la inflación, que han sido diseñadas con dos obje-

tivos. El primer objetivo es permitir tener en cuenta la mayor cantidad de información disponible sobre la inflación en un determinado momento, lo que puede incluir datos sobre la evolución reciente y esperada de los principales determinantes de la inflación procedentes incluso de otras proyecciones de estas variables o de las expectativas del mercado, y medidas anunciadas que afecten, por ejemplo, a los impuestos indirectos. El segundo objetivo es ofrecer una interpretación correcta de las fluctuaciones a corto plazo de la inflación, incluida la evolución de los distintos componentes del IAPC (alimentos no elaborados, alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos, energía y servicios). Por ejemplo, las recientes fluctuaciones de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias deberían observarse claramente, al menos en la evolución de la inflación en los componentes de energía y de alimentos del IAPC, respectivamente.

En este artículo se describen algunas de las herramientas de predicción a corto plazo de la inflación utilizadas por el BCE. La primera sección examina el papel de estas herramientas, especialmente en el análisis de la evolución de la inflación que se realiza en el contexto de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE.

<sup>1</sup> Para más información sobre el papel de los modelos y de los juicios de valor en las previsiones institucionales, véanse el artículo titulado «Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril de 2008, y B. Fischer, M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin, «Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006», *Journal of International Money and Finance*, 2009.

La sección siguiente describe dos enfoques de predicción, uno de los cuales ha sido desarrollado recientemente. A continuación se analiza la utilización de estas herramientas en la práctica, poniendo de relieve las dificultades que plantea la predicción a corto plazo de la inflación y las señales que pueden extraerse empleando enfoques de modelización diferentes.

## 2 EL PAPEL DE LAS HERRAMIENTAS DE PREDICCIÓN A CORTO PLAZO EN LAS PROYECCIONES

Para reflejar la evolución de los precios es necesario tener en cuenta un amplio conjunto de determinantes e interacciones entre las variables. La principal ventaja de las herramientas de predicción a corto plazo de la inflación es que permiten utilizar la primera información desagregada y detallada sobre la inflación, que no siempre es fácil incorporar a los grandes modelos macroeconómicos estructurales más convencionales (por ejemplo, la información relativa a los impuestos indirectos o a los precios administrados). Estos modelos macroeconómicos a gran escala se suelen utilizar como modelos de referencia en la elaboración de las proyecciones a medio plazo, en el sentido de que pueden incorporar información, juicios de valor y proyecciones procedentes de otras herramientas<sup>2</sup>.

Las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema son elaboradas conjuntamente por expertos del BCE y de los BCN de la zona del euro dos veces al año, en junio y diciembre<sup>3</sup>. Las proyecciones macroeconómicas del BCE, que se publican en marzo y septiembre, complementan las del Eurosistema y utilizan técnicas similares. Las herramientas de predicción a corto plazo de la inflación contribuyen a enmarcar las perspectivas de inflación a corto plazo dentro de estas proyecciones. A estos efectos, se utilizan habitualmente las herramientas para elaborar predicciones condicionales, es decir, proyecciones de la inflación basadas en series temporales y condicionadas por la senda futura supuesta de un conjunto de determinantes de la inflación. Estas variables condicionantes pueden ser las variables fiscales, cuya senda se cono-

ce en parte por adelantado debido a los desfases de ejecución de la política fiscal, y los supuestos relativos a los precios del petróleo y a los tipos de cambio.

Los efectos de base son importantes para explicar las perspectivas de inflación a corto plazo en términos de tasas de variación interanual y se producen cuando las variaciones de la tasa de variación interanual de un indicador económico dependen de alguna influencia atípica que afectó a la evolución del indicador doce meses antes, en lugar de ser consecuencia de la evolución más reciente. En los dos últimos años, los efectos de base de los precios de la energía y de los alimentos han determinado gran parte de las pronunciadas fluctuaciones de la inflación interanual medida por el IAPC, tanto prevista como observada<sup>4</sup>.

Los enfoques de predicción a corto plazo desarrollados por el BCE se utilizan también, con frecuencia, para ejercicios de escenarios y de simulación, así como para actualizaciones automáticas de las proyecciones en los intervalos entre sus ediciones trimestrales. Esta utilización automática de las herramientas supone la eliminación de elementos de juicio en el ajuste de unos resultados basados exclusivamente en modelos. Sin embargo, las proyecciones también incluyen a menudo juicios de valor concretos destinados a captar elementos que no se pueden introducir fácilmente en un modelo econométrico.

## 3 EL BCE UTILIZA DOS ENFOQUES DIFERENTES

Para reflejar la evolución de los precios, las herramientas de predicción a corto plazo de la inflación han de tener en cuenta un conjunto de determinantes e interacciones potencialmente muy amplio. En consecuencia, surge un problema de modelización

2 Véase G. Fagan y J. Morgan (eds.), «Econometric models of the euro area central banks», Edward Elgar Publishing, 2005.

3 Para más detalles sobre el proceso de proyección, véase «A guide to Eurosistema staff macroeconomic projection exercises», BCE, junio de 2001.

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

y estimación, derivado de la dificultad de identificar las interconexiones entre todas las variables económicas relevantes. Básicamente, es necesario reducir el número de parámetros que hay que estimar, dado que la zona del euro se creó en 1999 y que, en muchos casos, solo existen estadísticas armonizadas para una muestra relativamente corta.

El Eurosistema dispone de una amplia gama de técnicas de series temporales para analizar la inflación y no ha de limitarse a los enfoques descritos en este artículo. A título de ejemplo y en aras de la brevedad, esta sección se centra solo en dos enfoques desarrollados por el BCE. Estos enfoques limitan la incertidumbre de la estimación de maneras muy distintas. El primero, que utiliza un sistema de ecuaciones individuales, ha sido hasta ahora la herramienta de predicción a corto plazo de la inflación más empleada por el BCE. El segundo, un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) desarrollado más recientemente, parece ofrecer nuevas vías potencialmente prometedoras para captar un conjunto más amplio de interacciones económicas y su impacto sobre las perspectivas a corto plazo de inflación medida por el IAPC.

### 3.1 MODELIZACIÓN DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES SECTORIALES DEL IAPC

La predicción de la inflación se puede realizar modelizando cada componente del IAPC por separado, método que supone implícitamente que no existen interacciones entre los componentes. Una de las razones por las que se utiliza este enfoque es que se ha observado que los métodos estándar, que modelizan todos los componentes simultáneamente, no mejoran la previsión de la inflación agregada de la zona del euro<sup>5</sup>. Los expertos del BCE han desarrollado seis ecuaciones<sup>6</sup>, una para cada uno de los principales componentes del IAPC (alimentos no elaborados, alimentos elaborados, energía, bienes industriales no energéticos y servicios) y una para el índice de precios industriales (IPRI) de los bienes de consumo, que se utiliza luego en las ecuaciones de los principales componentes del IAPC. Todas las ecuaciones se expresan en tasas de variación intermensual desestacionalizadas de las variables<sup>7</sup>. Para que

las ecuaciones sean fáciles de manejar, se incluye un número reducido de variables (como mucho, cuatro), que se extraen de tres grandes grupos. El primer grupo consiste en supuestos relativos al entorno exterior, que comprende los precios del petróleo y de otras materias primas (incluidos los alimentos), para los que se utilizan los precios de los futuros a lo largo del horizonte de predicción, y los tipos de cambio (tanto el tipo de cambio EUR/USD como el tipo de cambio efectivo del euro), que se suponen constantes a lo largo del horizonte de predicción. El segundo grupo está constituido por otras variables condicionantes obtenidas de la información disponible sobre medidas fiscales, como modificaciones del IVA. Finalmente, se supone que los salarios, los costes laborales unitarios y el PIB evolucionan de acuerdo con las últimas proyecciones macroeconómicas.

Estas ecuaciones se utilizan regularmente para actualizar proyecciones de inflación anteriores, pero también sirven como punto de partida para la elaboración de las proyecciones trimestrales. La ventaja que presentan es que permiten interpretar con facilidad las fluctuaciones de la inflación, realizar predicciones condicionadas por las sendas futuras específicas de los determinantes señalados anteriormente y tener en cuenta la heterogeneidad de los componentes del IAPC. También permiten incluir elementos de juicio y otra información. Sin embargo, la falta de interacción entre los determinantes, especialmente entre los componentes del IAPC, puede limitar la capacidad del modelo para reflejar el mecanismo de transmisión de unos precios a otros y a la inflación medida por el índice general. En particular, el hecho de que los componentes sean independientes entre sí limita los efectos indirectos asociados a las variacio-

5 Para una valoración de la exactitud de los métodos de agregación de las previsiones, véase K. Hubrich, «Forecasting euro area inflation: does aggregating forecasts by IAPC component improve forecast accuracy?», *International Journal of Forecasting*, vol. 21(1), 2005.

6 Para más detalles sobre las ecuaciones individuales, véase N. Benalal, J. L. Díaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma y F. Skudelny, «To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting», Working Paper n.º 374, BCE, 2004. El enfoque descrito en el presente artículo y en el recuadro se basa en una actualización de los enfoques desarrollados en este estudio.

7 Los datos del IAPC utilizados están desestacionalizados para tener en cuenta la volatilidad regular de la serie que se produce cada año durante el mismo período y en una medida comparable. Véase también el recuadro titulado «Volatilidad y perfiles estacionales del IAPC de la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio de 2004.

nes de precios de las materias primas, mientras que la exogeneidad de los supuestos sobre salarios y costes laborales unitarios limita la capacidad de la herramienta para captar los efectos de segunda vuelta<sup>8</sup>. Estos efectos pueden introducirse ad hoc, mediante la inclusión de juicios de valor. Sin embargo, la medida en que su impacto persiste más allá de la evolución a muy corto plazo de la inflación sería difícil de calibrar sin disponer de la estructura de un modelo pertinente. Además, la utilización de un conjunto de supuestos exógenos supone que el modelo solo puede predecir la inflación si se dispone de una senda supuesta para el conjunto de estas variables.

Estas consideraciones han llevado a esforzarse por perfeccionar las herramientas de predicción a corto plazo. En el apartado siguiente se describen algunas técnicas alternativas de modelización, y en el recuadro se explica cómo las recientes fluctuaciones de los precios de las materias primas alimentarias y los correspondientes efectos sobre los componentes del IAPC han señalado las áreas que han de ser objeto de mejoras en el sistema de ecuaciones individuales.

8 Para un análisis de los efectos de los precios del petróleo sobre la inflación, véase el artículo titulado «Los precios del petróleo y la economía de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre de 2004.

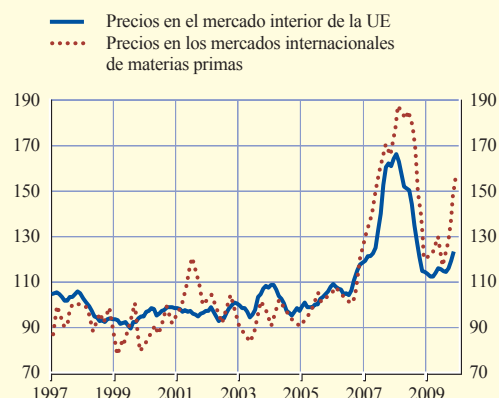
#### Recuadro

### MODELIZACIÓN DE LA TRANSMISIÓN DE LAS RECIENTES PERTURBACIONES DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS ALIMENTARIAS

La modelización de la transmisión de los precios de las materias primas alimentarias a la inflación medida por el IAPC de la zona del euro no es sencilla. Por ejemplo, un índice de precios internacionales de las materias primas alimentarias obtenido del conjunto de datos del Instituto de Estudios Económicos Mundiales de Hamburgo (HWWI), de uso muy extendido en los análisis empíricos de la evolución de los precios de las materias primas, ha mostrado una volatilidad mucho más acusada que la de los precios de los alimentos del IAPC. Una de las principales características del índice HWWI es que incluye únicamente los precios cotizados en los mercados internacionales. Sin embargo, para algunas materias primas alimentarias producidas directamente en la UE (como la carne, la leche y los cereales), los precios registrados en los mercados internacionales han sido históricamente algo más bajos y mucho más volátiles que los observados en la UE. La diferencia es, en gran medida, consecuencia de la Política Agrícola Común (PAC) de la UE, que tiende a amortiguar la transmisión de las perturbaciones mundiales a los precios internos de la UE, a través de sus mecanismos de precios de intervención, apoyo a los precios, aranceles de importación y cuotas. La existencia de una política agrícola común puede ser un importante motivo por el que, en el pasado, los precios internacionales de las materias primas alimentarias parecían no estar estrechamente relacionados con los precios al por menor de los alimentos en la zona del euro<sup>1</sup>. Para tener en cuenta este factor, es posible elaborar y utilizar un índice de materias primas alimentarias que combine los precios en los mercados internacionales de las materias primas que no están sujetas

#### Índices de precios de las materias primas alimentarias

(índice: 2005 = 100)



Fuentes: Comisión Europea, HWWI y cálculos del BCE.

1 Véase la referencia señalada en la nota 6.



a los precios de intervención de la PAC (por ejemplo, cacao o café) y los precios en el mercado interior de la UE de las materias primas que se producen en la UE (por ejemplo, trigo o leche). Esta última información puede extraerse de un conjunto de datos recopilados por la Dirección General de Agricultura de la Comisión Europea.

En el gráfico se compara este índice combinado con un índice basado en los precios internacionales de las materias primas, observándose que, mientras que los precios de las materias primas en los mercados mundiales han sido históricamente mucho más volátiles que los precios en el mercado interior de la UE, los dos indicadores han mostrado una correlación más estrecha en los dos o tres últimos años, período en el que se produjo inicialmente un repunte y luego una corrección a la baja de los precios internacionales de las materias primas. Esta observación concuerda con la idea de que la PAC ofrece un mecanismo de estabilización frente a las variaciones de precios, cuando estos tienden a descender por debajo del umbral de intervención de la política agrícola común. El análisis llevado a cabo utilizando estos dos índices sugiere que la PAC atenúa la transmisión de las perturbaciones de los precios internacionales de las materias primas a los precios de consumo de la zona del euro. La PAC es importante a la hora de determinar la magnitud de la transmisión de los precios de las materias primas alimentarias a los precios de consumo y es preciso tenerla en cuenta con vistas a realizar predicciones.

En general, ha sido difícil explicar la volatilidad que han mostrado recientemente los precios de los alimentos del IAPC utilizando las anteriores herramientas de predicción a corto plazo de la inflación, incluso teniendo en cuenta variaciones imprevistas de los supuestos condicionantes de las materias primas alimentarias. Esta dificultad se debía a que la sensibilidad de los precios de los alimentos del IAPC general a variaciones de los precios internacionales de las materias primas alimentarias, como las incluidas en el índice HWWI, es limitada en estos modelos. Sin embargo, cuando se incluyen los precios de intervención de la PAC, un modelo sencillo de transmisión puede explicar la mayor parte de las variaciones de los precios de los alimentos del IAPC observadas en los últimos años.

### 3.2 ENFOQUE MÁS INTEGRADO DE MODELIZACIÓN DE LOS COMPONENTES DEL IAPC

Recientemente se ha desarrollado un enfoque alternativo de modelización de la evolución a corto plazo de la inflación, que aborda la dificultad de identificar de una manera diferente las interconexiones entre todas las variables económicas relevantes. La finalidad de este enfoque, que está actualmente en fase de prueba en tiempo real, es modelizar de forma integrada los componentes y determinantes de la inflación descritos anteriormente, a fin de reducir la necesidad de recurrir a juicios de valor para captar las interacciones entre las variables. Esto se ha hecho, en particular, utilizando un modelo BVAR amplio, que modeliza la interacción entre las variables de una manera bastante libre<sup>9</sup>. Aunque los modelos BVAR se han utilizado durante cierto tiempo para la predicción,

se tendía a usarlos solo para un número reducido de variables, a fin de evitar la proliferación de parámetros a estimar. Solo recientemente se ha comprobado que estas técnicas se pueden utilizar para manejar amplios conjuntos de datos<sup>10</sup>.

La novedad del enfoque examinado en este apartado, en comparación con las ecuaciones individuales, es que, si bien el enfoque BVAR utiliza el mis-

9 Para más información, véase D. Giannone, M. Lenza, D. Momferatou y L. Onorante, «Short-term inflation forecasting: A Bayesian VAR approach», Discussion Paper n.º 7746, CEPR, marzo de 2010.

10 La primera aplicación de las técnicas bayesianas en el contexto de la estimación del VAR se encuentra en T. Doan, R. Litterman y C. Sims, «Forecasting and conditional projection using realistic prior distribution», *Econometric Reviews*, vol. 3, 1984, mientras que en M. Bañbura, D. Giannone y L. Reichlin, «Large Bayesian VARs», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25(1), se muestra cómo pueden utilizarse las técnicas bayesianas para manejar grandes conjuntos de datos.

mo conjunto de variables que el modelo basado en ecuaciones individuales descrito anteriormente, tiene en cuenta una gama más amplia de interacciones entre los componentes y determinantes de la inflación medida por el IAPC<sup>11</sup>. El modelo BVAR puede proporcionar también una distribución estadística de las proyecciones, facilitando la evaluación de la incertidumbre que presentan. Además de permitir las interacciones entre las variables y los componentes, tema que se analiza a continuación, el modelo BVAR puede utilizarse para calcular proyecciones, es decir, predicciones condicionadas por determinados supuestos relativos a la senda futura de variables específicas del modelo. De forma alternativa, esta herramienta se puede utilizar para generar sus propias previsiones para estas variables, con lo que proporciona predicciones incondicionales de la inflación.

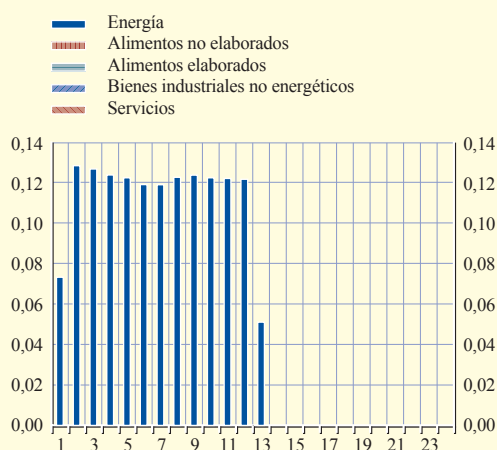
#### 4 UTILIZACIÓN DE LAS HERRAMIENTAS DE PREDICCIÓN DE LA INFLACIÓN

Con el fin de explicar cómo se pueden utilizar en la práctica las herramientas descritas en la sección 3, se presentan dos ejercicios ilustrativos y puramente automáticos. Cabe destacar que, a diferencia de las proyecciones de los expertos del BCE y del Eurosistema, estos ejemplos excluyen todo juicio de valor.

En el primer ejercicio se ve cómo un aumento de los precios del petróleo se transmite a los componentes del IAPC. El ejercicio muestra los mecanismos a través de los cuales las perturbaciones se propagan en los diferentes modelos, y pone de relieve cómo, y en qué medida, las distintas herramientas reflejan las consecuencias de perturbaciones específicas en el corto plazo, y posiblemente también en plazos más largos, lo que permite disponer de perspectivas de evolución de la inflación en el medio plazo. El gráfico 1 presenta los resultados de las ecuaciones individuales, mientras que el gráfico 2 muestra el resultado que se obtiene utilizando el modelo BVAR. Los gráficos recogen los efectos de un aumento puntual del 10% de los precios del petróleo sobre las tasas de inflación interanual (eje vertical) en horizontes temporales

**Gráfico 1 Ecuaciones individuales: efectos de un aumento del 10% de los precios del petróleo sobre la inflación medida por el IAPC**

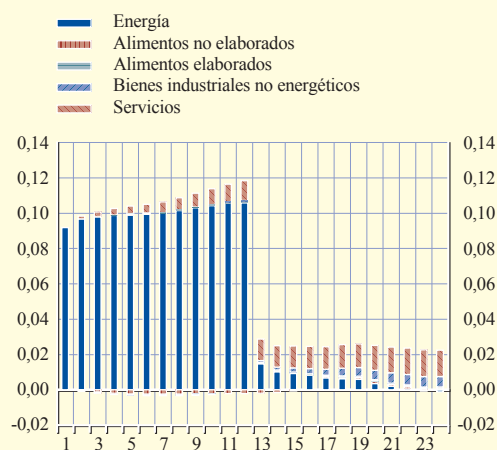
(contribuciones a la tasa de variación interanual del IAPC; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

**Gráfico 2 Modelo BVAR: efectos de un aumento del 10% de los precios del petróleo sobre la inflación medida por el IAPC**

(contribuciones a la tasa de variación interanual del IAPC; en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

11 En este sistema se utilizan las técnicas bayesianas para limitar el error de estimación, combinando un modelo simplista anterior, que no requiere estimación, con el modelo más complejo, que contempla todas las interacciones entre la inflación y sus determinantes. El modelo simplista es el supuesto del paseo aleatorio con deriva, que excluye la dinámica y las interrelaciones entre variables, dado que en un determinado momento cada variable depende únicamente de una constante, su propio primer desfase con un coeficiente igual a uno y una perturbación estocástica.

de hasta 24 meses (eje horizontal). Se considera que un horizonte temporal de 24 meses, que es más largo que la definición de corto plazo utilizada en este artículo, puede reflejar la capacidad de distintos sistemas de modelización para captar los efectos persistentes de las perturbaciones económicas y, por ende, calibrar su relevancia para la política monetaria. Para cada mes, el efecto sobre la inflación medida por el IAPC general se desglosa en las contribuciones ponderadas<sup>12</sup> de los cinco componentes<sup>13</sup>.

En ambos modelos se observa que, como consecuencia del impacto, la inflación medida por el IAPC general aumenta algo menos de 0,1 puntos porcentuales, lo que corresponde integralmente a la contribución de los precios de la energía. Sin embargo, la propagación del incremento de los precios del petróleo que se produce posteriormente difiere claramente entre los dos enfoques de modelización. En las simulaciones basadas en las ecuaciones individuales, el impacto sobre la inflación interanual, que procede únicamente de los precios de la energía, alcanza su nivel máximo después de un mes y desaparece tras algo más de un año debido a los efectos de base. En el modelo BVAR, el impacto directo del aumento de los precios del petróleo a través de los precios de la energía concuerda, en gran medida, con el observado en las ecuaciones individuales, y desaparece casi totalmente después de 13 meses. Sin embargo, el mecanismo de transmisión más complejo del modelo BVAR se puede apreciar en la capacidad de respuesta de los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios. Estas contribuciones van creciendo a lo largo del horizonte temporal, a medida que la perturbación de los precios del petróleo se vaya transmitiendo, como resultado del incremento de los costes de la energía (efectos indirectos) y del impacto del aumento de los salarios originado por la elevación inicial de la inflación medida por el IAPC (efectos de segunda vuelta). Al final del horizonte de la proyección, el impacto de los precios de la energía se ha desvanecido, pero la contribución de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantiene en torno a unos 0,02 puntos porcentuales<sup>14</sup>.

En lo que se refiere al impacto directo de las perturbaciones de los precios del petróleo, los resultados del modelo BVAR concuerdan, en gran medida, con los de otros modelos utilizados dentro y fuera del Eurosistema<sup>15</sup>. Sin embargo, cabe observar que el impacto adicional de los efectos indirectos y de segunda vuelta puede ser algo más acentuado en modelos estructurales más grandes, que pueden reflejar mejor la evolución a medio y largo plazo<sup>16</sup>. No obstante, este ejemplo tiene por objeto mostrar cómo el modelo BVAR puede captar las interacciones entre distintos componentes de precios. En resumen, el modelo BVAR difiere de las ecuaciones individuales, debido a que, además de reflejar la transmisión de la perturbación de los precios del petróleo a través del efecto directo sobre los precios de la energía, también recoge los efectos indirectos y de segunda vuelta reflejados en otros componentes del IAPC y el crecimiento de los salarios. Este ejemplo muestra que mejorar las herramientas de predicción de la inflación puede ayudar a interpretar mejor la evolución de las variables nominales.

El segundo ejercicio ilustra la manera en que se pueden utilizar los distintos modelos para analizar la evolución económica reciente. Nuevamente, cabe observar que las proyecciones elaboradas en el contexto de este ejercicio constituyen un ejemplo ilustrativo y no se corresponden con ninguna proyección concreta de los expertos del BCE o del Eurosistema. En primer lugar, el gráfico 3 compara las predicciones puramente automáticas de las

12 Se ponderan de acuerdo con las ponderaciones del gasto de consumo de los cinco componentes del IAPC general.

13 El impacto de una variación de los precios del petróleo solo se analiza aquí en el contexto de los modelos descritos en el presente artículo. Dentro del Eurosistema se utiliza un conjunto mucho más amplio de herramientas para analizar el impacto de los precios del petróleo sobre la actividad económica y la inflación en los precios de consumo.

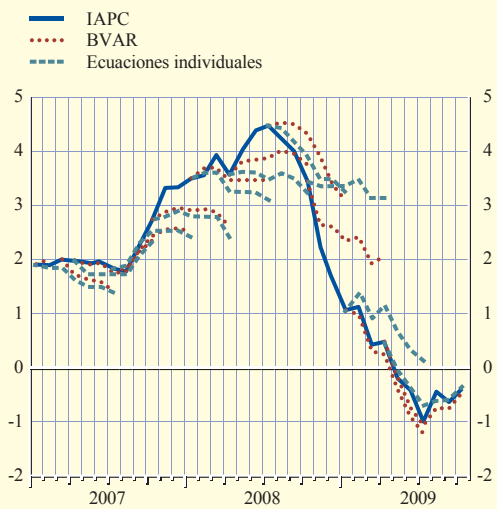
14 En el gráfico 2 también puede apreciarse una ligera contribución negativa de los alimentos no elaborados, aunque es poco significativa y su importancia económica es nula, ya que los precios de los alimentos no elaborados son básicamente insensibles a las variaciones de los precios del petróleo en el contexto del modelo BVAR.

15 Véase la referencia señalada en la nota 8.

16 Véase la referencia señalada en la nota 2. Además, en la relación entre los precios del petróleo y la inflación puede haber no linealidades, que podrían amplificar el impacto de los precios del petróleo sobre los precios de consumo, si el nivel de los precios del petróleo supera un determinado umbral.

**Gráfico 3 IAPC y predicciones condicionales del modelo BVAR y de las ecuaciones individuales en tiempo real**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

ecuaciones individuales y las del modelo BVAR condicionadas por el conjunto estándar de supuestos macroeconómicos que se detallan en la sección 3.1 y que se refieren a un amplio conjunto de variables macroeconómicas<sup>17</sup>. El gráfico presenta la tasa de inflación interanual medida por el IAPC observada entre enero de 2007 y octubre de 2009 (línea continua azul oscuro), junto con las correspondientes predicciones de las ecuaciones individuales (línea discontinua azul claro) y las predicciones condicionales del modelo BVAR (línea punteada roja). En cada caso, se indican las predicciones de uno a seis meses basadas en la información que hubiera sido disponible al inicio de cada predicción.

En los dos últimos años, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro ha oscilado entre el -0,7% y el 4%, por lo que ha sido mucho más variable que la registrada desde el inicio de la UEM. Una primera observación es que ninguno de estos modelos predijo con exactitud el aumento de la inflación en 2007 o su caída en 2008, lo que sugiere que los puntos de giro de la inflación plantean un problema para los expertos en previsión, ya que la precisión de todos los modelos disminuye en torno a estos puntos<sup>18</sup>. Por otro

lado, mientras que las predicciones son bastante similares en 2007, las predicciones del modelo BVAR son, en promedio, más próximas a la tasa de inflación observada en 2008 y 2009. De ello puede deducirse que es importante tener en cuenta las interacciones entre los determinantes y los componentes del IAPC. Sin embargo, las ecuaciones individuales parecen proporcionar, ocasionalmente, proyecciones de inflación más precisas. Tal y como se indica anteriormente, estos resultados señalan la utilidad de contrastar distintas herramientas a la hora de evaluar las perspectivas de inflación a corto plazo.

Todas las predicciones del gráfico 3 son proyecciones, es decir, predicciones condicionadas por un conjunto estándar de supuestos macroeconómicos. Sin embargo, otra opción es elaborar predicciones incondicionales, que no se basan en ningún supuesto específico de evolución futura de determinadas variables. Una de las razones por las que se elaboran proyecciones en lugar de predicciones incondicionales es que los expertos en previsión pueden aprovechar una información valiosa sobre circunstancias futuras (por ejemplo, se han aprobado unas medidas fiscales pero no se han aplicado todavía, como en el caso del aumento del IVA alemán en 2007).

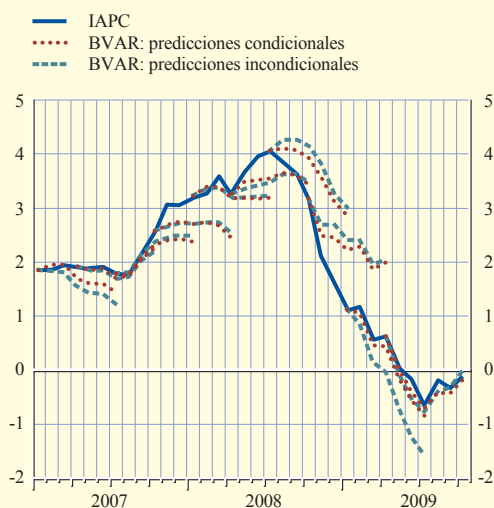
Para ilustrar este punto, el gráfico 4 compara dos conjuntos distintos de predicciones: las predicciones incondicionales del modelo BVAR (línea discontinua azul claro), sin supuestos condicionantes, y las predicciones condicionales del modelo BVAR (línea roja punteada), que tienen en cuenta

17 A los efectos de este ejercicio, las sendas futuras supuestas de los salarios y los costes laborales unitarios se obtienen utilizando el modelo BVAR.

18 El punto de giro observado a mediados de 2009 parece ser una excepción, dado que todos los modelos lo captaron de forma temprana. Sin embargo, la evolución alrededor de este punto de giro estuvo determinada, de forma especial, por efectos de base, debido a que la fuerte caída de los precios del petróleo registrada en el transcurso del segundo semestre de 2008 desapareció de las tasas de inflación interanual medida por el IAPC. Estos efectos de base vienen reflejados automáticamente por todos los modelos descritos en el presente texto. En efecto, este punto de giro se predijo de forma exacta con mucha antelación, precisamente teniendo en cuenta estos efectos de base (véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008).

Gráfico 4 IAPC y predicciones incondicionales y condicionales del modelo BVAR en tiempo real

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

la evolución futura de todas las variables incluidas en el conjunto estándar de supuestos macroeconómicos<sup>19</sup>.

El gráfico 4 sugiere que los resultados de las predicciones incondicionales y condicionales son, en la mayoría de los casos, muy próximos. Sin embargo, a veces las predicciones condicionales parecen ser más cercanas a los resultados observados, lo que señalaría la existencia de algún valor añadido en los supuestos condicionantes<sup>20</sup>. En última instancia, los beneficios de las predicciones condicionales, en términos de precisión de las previsiones a corto plazo de la inflación, dependerán de si las propias variables condicionantes pueden predecirse con más exactitud fuera del modelo en cuestión. De ser así, utilizar supuestos desarrollados fuera del modelo tenderá a mejorar la precisión de las proyecciones de inflación.

## 5 CONCLUSIONES

Los modelos de predicción a corto plazo permiten evaluar de forma temprana la evolución de la inflación en un futuro próximo. Estas herramientas

sirven para desentrañar los efectos de fuentes temporales y permanentes de fluctuaciones a corto plazo de la inflación, por lo que ofrecen indicaciones de la evolución probable de la inflación a medio plazo. Por este motivo, el desarrollo de esta clase de herramientas puede contribuir de forma significativa al análisis en que se basará la instrumentación de una política monetaria orientada hacia la estabilidad a medio plazo. Si bien es relativamente fácil reflejar factores, como los efectos de base, que pueden influir a veces notablemente en la determinación de las tasas de inflación interanual, la evolución de la inflación puede verse afectada por una amplia gama de determinantes e interacciones. Las proyecciones de la inflación elaboradas por los expertos del Eurosistema y del BCE son el resultado de una extensa variedad de herramientas, que ofrecen una descripción coherente de la evolución de la inflación prevista y de sus determinantes e incorporan elementos de juicio, permitiendo recoger información, mecanismos y características que los modelos no pueden tener en cuenta, debido a sus limitaciones intrínsecas. En este artículo se han analizado dos de las herramientas desarrolladas por el BCE: unas ecuaciones individuales, que ya se utilizan y que incluyen consideraciones específicas relativas a los componentes de alimentos y energía, y un modelo BVAR amplio, que se ha desarrollado recientemente y que está en fase de prueba en tiempo real.

Los modelos que se presentan en este artículo son complementarios. Sería un error utilizar solamente un determinado método o enfoque de modelización. En efecto, la experiencia práctica muestra que es conveniente utilizar simultáneamente distintos modelos y contrastar los unos con los otros. En este contexto, los expertos del BCE revisan constantemente las técnicas de predicción a corto plazo disponibles. Actualmente se están investigando nue-

19 El gráfico 4 se basa en el modelo BVAR, debido a que, para obtener predicciones incondicionales, el modelo utilizado debe poder proporcionar por sí mismo una senda futura para todas las variables del sistema, lo que no es posible para las ecuaciones individuales, que suponen que estos determinantes de la inflación son exógenos.

20 En aras de la brevedad, los gráficos se basan en la experiencia más reciente. Para un análisis más detenido y formal de la evaluación de la predicción de los modelos descritos en este artículo, véase la referencia señalada en la nota 9.

vos y prometedores enfoques, que incluyen el uso de modelos de factores y el desarrollo de métodos que permiten combinar los resultados de distintos modelos de predicción a corto plazo de la inflación, a fin de ofrecer una evaluación más exacta de las perspectivas de inflación.

# MEDIDAS ADOPTADAS POR LOS GOBIERNOS DE LA ZONA DEL EURO EN APOYO DEL SECTOR FINANCIERO

## ARTÍCULOS

Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero

*Las amplias medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero han desempeñado un papel fundamental en la gestión de la crisis financiera que estalló a mediados de 2007 y que se agravó tras la quiebra de Lehman Brothers. En este artículo se describen las medidas aprobadas por los Gobiernos de la zona del euro para contener el impacto de la crisis en el sector financiero y se analizan las posibles estrategias de retirada. Aunque el artículo se centra en las medidas aplicadas por los Gobiernos de la zona, estas también se comparan con las adoptadas en el Reino Unido y en Estados Unidos. Las respuestas brindadas a la crisis en estas tres regiones económicas comparten algunas características comunes, tanto en cuanto a los instrumentos utilizados como en cuanto su alcance. No obstante, se han observado asimismo algunas diferencias de importancia, no solo entre la Unión Europea y Estados Unidos, sino también dentro de la Unión.*

## I INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que se inició en el verano de 2007 tuvo su origen en el mercado hipotecario estadounidense. El acusado aumento de la morosidad y de las ejecuciones hipotecarias puso de manifiesto el grado de exuberancia del mercado de la vivienda, y la actividad en el segmento de préstamos de alto riesgo (*subprime*) se interrumpió de forma repentina. Los mercados de titulización se paralizaron, las entidades de crédito tuvieron que restituir los activos en poder de los fondos de titulización a sus balances y la confianza en los mercados de financiación resultó dañada. La crisis se extendió rápidamente por todo el sector financiero y se contagió a otras economías industrializadas y emergentes.

Los bancos centrales respondieron a la incipiente crisis inyectando liquidez en el sistema financiero<sup>1</sup>. Al comienzo de la crisis, las medidas que adoptaron consistieron en las operaciones de mercado tradicionales llevadas a cabo bien fuera del calendario regular, bien mediante la inyección de importantes volúmenes de liquidez, con el fin de mantener los tipos del interés del mercado monetario a corto plazo próximos a los tipos de interés oficiales. Cuando se vio que estas medidas eran insuficientes para reducir las presiones sobre los mercados de financiación, los bancos centrales introdujeron cambios en sus marcos operativos<sup>2</sup>. Además, los bancos centrales más importantes pusieron en práctica algunas de sus medidas de manera coordinada<sup>3</sup>. Esta cooperación se plasmó en un anuncio conjunto para proporcionar financiación a plazos y suscribir acuerdos de divisas de

carácter temporal (líneas *swap*) a fin de obtener liquidez en divisas, que transfirieron al sector financiero<sup>4</sup>.

Cuando la crisis de liquidez parecía estar convirtiéndose en una crisis de solvencia, que amenazaba la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, los Gobiernos recurrieron a medidas de rescate tradicionales dirigidas a entidades concretas. Estas primeras medidas de apoyo a bancos concretos se llevaron a cabo en forma de líneas de crédito a las entidades con problemas y de fusiones de rescate.

El 15 de septiembre de 2008, la quiebra de Lehman Brothers conmocionó a todo el sistema financiero mundial. La aversión al riesgo y la desconfianza de los agentes financieros condujeron al agotamiento de los mercados de financiación. Además, la preocupación acerca de la solvencia de las entidades financieras también afectó seriamente a la confianza de los depositantes.

- 1 Las medidas adoptadas pueden dividirse, en general, en tradicionales y no convencionales. Sin embargo, esta distinción varía de un banco central a otro a causa de las distintas tradiciones, marcos y estructuras de los sistemas financieros.
- 2 Estos cambios incluyen, entre otros, subastas más frecuentes, una ampliación del importe de las facilidades de crédito, financiación a plazo más largo, cambios en el procedimiento de subasta, ampliación de la gama de activos de garantía, compras simples de activos y el establecimiento de facilidades de liquidez para intermediarios distintos de entidades de crédito.
- 3 A partir de las acciones coordinadas adoptadas en diciembre de 2007, los bancos centrales del G 10 han seguido trabajando estrechamente y consultándose regularmente acerca de las presiones sobre la liquidez en los mercados de financiación.
- 4 En el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009, puede encontrarse más información sobre la aplicación de la política monetaria del Eurosistema en respuesta a las tensiones existentes en los mercados financieros.

Los Gobiernos se vieron obligados a actuar con celeridad para evitar la quiebra de sus sistemas financieros. En Europa, tras una reunión de emergencia de los países de la zona del euro celebrada en París en octubre de 2008, los Gobiernos de la Unión Europea pusieron en marcha medidas coordinadas de apoyo para aliviar las tensiones que estaban experimentando sus sistemas bancarios. Habida cuenta de la posición predominante del sistema bancario en lo que se refiere a la provisión de financiación a empresas y a hogares en la zona del euro, estas medidas se centraron fundamentalmente en el sector financiero, mientras que economías con sistemas financieros basados en los mercados, como Estados Unidos, también se comprometieron a proporcionar apoyo directo al crédito<sup>5</sup>. Los Gobiernos europeos complementaron el amplio apoyo a la liquidez brindado por el BCE desde el verano de 2007, garantizando las nuevas emisiones de bonos bancarios y aumentando los límites de las coberturas de los sistemas de garantía de depósitos. Además, los Gobiernos recapitalizaron entidades financieras y adoptaron «medidas de apoyo a los activos» para blindar a las entidades frente a pérdidas en sus activos. Estas medidas se proponían mitigar la adversa espiral de contagio reduciendo la presión sobre los bancos para que redujeran los préstamos con el fin de disminuir su nivel de endeudamiento.

Las extraordinarias medidas correctoras adoptadas por los bancos centrales y por los Gobiernos desde finales de 2008 han logrado restablecer la confianza en los sistemas financieros de todo el mundo y mejorar su capacidad de resistencia. Estas medidas, junto con los considerables estímulos monetarios y fiscales, han puesto en marcha un proceso de reforzamiento mutuo de la situación de los sistemas financieros y comportamiento de la economía real que ha favorecido la confianza y ha hecho disminuir el riesgo sistémico. No obstante, las medidas adoptadas para apoyar al sistema financiero han intensificado el riesgo de que se distorsione la competencia y de que se creen problemas de riesgo moral, e incluso pueden haber incrementado la posibilidad de que se produzca una asunción de riesgos excesiva, mientras que el drástico aumento de los desequilibrios fiscales amenaza la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En este artículo se presenta una perspectiva general y sistemática de las medidas que han adoptado los Gobiernos de la zona del euro en apoyo de sus sistemas financieros y las compara con las adoptadas en el Reino Unido y en Estados Unidos<sup>6</sup>. La estructura del resto del artículo es como sigue: La sección 2 se centra en un importante aspecto institucional de las medidas públicas, concretamente, si se aplican mediante actuaciones ad hoc diseñadas específicamente para entidades concretas o mediante planes nacionales. En la sección 3 se ofrece una descripción detallada de las medidas de apoyo empleadas por los Gobiernos (incluidos los importes concedidos y los comprometidos), esto es, la ampliación de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos, los planes para garantizar la deuda bancaria, las medidas de recapitalización y los planes de protección de activos. En la sección 4 se describen las posibles estrategias de retirada de las distintas medidas adoptadas, mientras que la sección 5 termina comparando las medidas adoptadas en la Unión Europea y en Estados Unidos y esboza brevemente las lecciones aprendidas en materia de regulación.

## 2 MEDIDAS AD HOC FRENTE A PLANES NACIONALES

Al principio, aunque las turbulencias financieras pusieron de manifiesto la debilidad de una amplia gama de entidades financieras grandes y complejas, los riesgos sistémicos se encontraban contenidos en gran medida. Como reflejo del carácter idiosincrásico de las tensiones observadas en los sistemas financieros, los Gobiernos respondieron inicialmente con medidas ad hoc diseñadas en función de las necesidades concretas de las entidades que habían sufrido grandes pérdidas. No obstante, al intensificarse la crisis —con la quiebra de Lehman

5 A fin de situar en perspectiva la importancia del sector bancario en la zona del euro, a finales de 2007 los préstamos bancarios al sector privado representaban el 145% del PIB de la zona del euro, frente al 63% de Estados Unidos. Para más información, véase el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

6 Para más información, véase S. Stolz y M. Wedow, «Extraordinary measures in extraordinary times - bank rescue operations in Europe and the United States», Documento Ocasional del BCE, de próxima publicación.



Brothers en septiembre de 2008— y pasar a tener un carácter más sistémico, fue evidente que las intervenciones tendrían que extenderse a un conjunto mayor de entidades. Ello exigió un enfoque más global en lo que se refiere al diseño de los planes de apoyo. Uno de los primeros planes de carácter general en introducirse fue el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos, conocido con el acrónimo de TARP, de Estados Unidos<sup>7</sup>. Al profundizarse la crisis, otros países siguieron este ejemplo y comenzaron a instaurar planes de apoyo al sector financiero. Por ejemplo, el 17 de octubre de 2008 se estableció en Alemania el Fondo para la Estabilización de los Mercados Financieros (SoFFin). La característica distintiva de estos planes consistía en el establecimiento de unos procedimientos más transparentes y predecibles, a través de los cuales los bancos podían obtener ayuda financiera. Más concretamente, la transparencia se mejoró mediante anuncios efectuados por los Gobiernos relativos a los compromisos financieros totales que estaban dispuestos a asumir en apoyo de sus sistemas financieros. Habitualmente, estos planes también imponían unos criterios específicos de selección, valoración y duración de las medidas de apoyo disponibles.

Si bien las medidas ad hoc pueden aplicarse, y se aplicaron, de forma rápida y flexible, la ventaja de los planes nacionales es triple. En primer lugar, en comparación con las medidas ad hoc, los planes nacionales suelen ser más transparentes en cuanto a las entidades a las que puede darse apoyo, así como al importe de la ayuda, su valoración y duración.

En segundo lugar, es menos probable que los planes nacionales distorsionen la competencia que las medidas ad hoc y, por lo tanto, reducen el riesgo de que las medidas de apoyo distorsionen la igualdad de trato de las entidades financieras que reciben la ayuda y de las que no la reciben, tanto dentro de un país como entre países. Además, la crisis ha tenido un impacto sustancial en las principales economías y ha demostrado claramente los límites de las respuestas nacionales en lo que se refiere a las actividades de las instituciones, mercados e instrumentos transfronterizos sistémicamente importantes. Ello ha hecho que la comunidad internacional reconozca la importancia de una sólida cooperación a escala mundial para abordar de manera efectiva los problemas planteados. Cuando la crisis alcanzó su máxima extensión en el otoño de 2008, los líderes del Grupo de los Veinte no solo se comprometieron a mejorar la cooperación, sino que también tomaron la iniciativa en cuanto al establecimiento del calendario de reformas, adoptando una postura común en lo que se refiere a la respuesta de política que se necesitaba. Debido al alto grado de integración financiera existente en la Unión Europea, la cooperación internacional a nivel de la UE se reforzó. Así pues, para hacer frente al rápido empeoramiento de la crisis, en octubre de 2008 los países de la UE acordaron un plan de acción concertada (véase recuadro 1 para más información).

<sup>7</sup> La Ley sobre la estabilización económica urgente, promulgada en octubre de 2008, creó el programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*), que autoriza al Tesoro de EEUU a comprar o asegurar hasta 700 mm de dólares de activos problemáticos.

#### Recuadro

#### PLAN DE ACCIÓN CONCERTADA DE LA UE

En una cumbre de emergencia celebrada en París el 12 de octubre de 2008, los países de la zona del euro acordaron un plan europeo de acción concertada. Decidieron «complementar las medidas adoptadas por el BCE en el mercado monetario interbancario» y apoyar a los bancos fundamentalmente solventes<sup>1</sup>. La cumbre ha allanado el camino para una acción concertada y coordinada de la UE en

<sup>1</sup> La declaración de la cumbre puede consultarse en [http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10\\_2008/PFUE-12.10.2008/sommet\\_pays\\_zone\\_euro\\_declaration\\_plan\\_action\\_concertee.html](http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html). La declaración también menciona otros dos objetivos: lograr la suficiente flexibilidad en la aplicación de las normas contables, habida cuenta de las excepcionales circunstancias actuales de los mercados, y mejorar los procedimientos de cooperación entre los países europeos. Estos dos objetivos no entran en el ámbito de este artículo.

cuanto a: (i) la armonización de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos; (ii) la concesión de avales públicos para la emisión de bonos bancarios; (iii) la inyección de fondos para la recapitalización de entidades de crédito; y (iv) la adopción de medidas de apoyo a los activos.

De conformidad con la declaración de la cumbre de París, el BCE formuló recomendaciones sobre el marco apropiado para la concesión de avales públicos a la emisión de deuda bancaria<sup>2</sup>. Entre otros aspectos, el BCE recomendó que no se concedieran garantías a los depósitos interbancarios. Asimismo, recomendó que la valoración de las garantías se basase en los diferenciales de los CDS, en caso de que se dispusiera de ellos, que se cobrara una comisión de 50 puntos básicos para que los Gobiernos recibieran una compensación justa y que las distorsiones de los mercados se minimizaran.

El BCE también publicó recomendaciones sobre la valoración de las medidas de recapitalización<sup>3</sup>. La valoración de los instrumentos elegidos para efectuar las inyecciones de capital debería basarse en una valoración del mercado acorde con el instrumento y con su correspondiente riesgo, así como con el riesgo específico de la entidad. Además, las inyecciones deberían contar con una estrategia de retirada específica que preserve el carácter temporal de la participación del Estado.

El BCE formuló asimismo unos principios generales para los planes de apoyo a los activos de las entidades de crédito<sup>4</sup>. Según estos principios, la participación de las entidades debería ser voluntaria. Además, la definición de activos admisibles para recibir la ayuda debería ser amplia, el grado de distribución de riesgos debería ser adecuado y la duración del plan de apoyo debería ser igual, si es posible, a la estructura de vencimiento de los activos. Con respecto a la valoración del plan, reconoció que se trata de un asunto importante y complejo, y aunque no recomendó un método específico, exigió transparencia y que se siguieran una serie de enfoques, incluida la utilización de las opiniones de los expertos. El BCE expresó su preferencia por la adopción de criterios comunes a todos los países.

2 Las recomendaciones pueden consultarse en [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_guaranteesen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf).

3 Las recomendaciones pueden consultarse en [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_pricing\\_for\\_recapitalisationsen.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf). Las recomendaciones de la Comisión Europea sobre este tema pueden consultarse en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:010:0002:0010:EN:PDF>.

4 Las recomendaciones pueden consultarse en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf>. Las recomendaciones de la Comisión Europea sobre este tema pueden consultarse en [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/legislation/impaird\\_assets.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impaird_assets.pdf).

Los países se comprometieron a observar ciertos principios en las medidas adoptadas para responder a la crisis, de modo que «la Unión Europea en su conjunto actúe unida y evite medidas nacionales que pudieran crear distorsiones en el mercado único o acarrear perjuicios para los demás Estados miembros»<sup>8</sup>.

En tercer lugar, en el contexto europeo la obtención de la aprobación de una medida concreta por parte de la Comisión Europea puede ser más sencilla si esta forma parte de un plan nacional. En la Unión Europea, una intervención nacional requiere la aprobación de la Comisión, que trata de que las medidas

no distorsionen la competencia. Cada medida nacional ad hoc exige su aprobación individual por parte de la Comisión, mientras que las medidas que forman parte de un plan suelen estar sujetas a la aprobación del conjunto del plan. Lo anterior representa otra de las ventajas de los planes explícitos con respecto a las medidas ad hoc. Por lo general, la Comisión evalúa los criterios utilizados para la selección de las entidades, el importe de la ayuda y la valoración con el fin

8 Declaración de la cumbre de emergencia de los países de la UE celebrada el 12 de octubre de 2008 en París. La declaración puede consultarse en [http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10\\_2008/PFUE-12.10.2008/sommet\\_pays\\_zone\\_euro\\_declaration\\_plan\\_action\\_concertee.html](http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/en/accueil/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html).

de garantizar la igualdad de trato<sup>9</sup>. Habitualmente la aprobación de la Comisión ha sido rápida. Sin embargo, en varias ocasiones se han producido retrasos considerables cuando los requisitos para la reestructuración han conllevado negociaciones prolongadas con las autoridades nacionales. Esto ha supuesto un problema, sobre todo, en aquellos pocos casos de carácter internacional en el que varios Gobiernos han proporcionado ayuda a la misma institución<sup>10</sup>.

### 3 MEDIDAS ADOPTADAS

En general, las medidas de apoyo han estado a disposición de las entidades financieras que operan en un país concreto y de filiales extranjeras con numerosas operaciones internas en ese país. La ayuda se ha brindado normalmente a petición de una entidad financiera, aunque en algunos casos también se ha ordenado a los bancos que acepten esta ayuda (por ejemplo, en Estados Unidos y en Francia). Asimismo, las medidas de apoyo han ido acompañadas, por lo general, de restricciones al pago de dividendos, de requerimientos de presentación periódica de información sobre la evolución de las empresas, de requerimientos para la reestructuración de la participación del Estado en la gestión de las entidades de crédito, y de restricciones a la remuneración de los ejecutivos. Además, en algunos casos, la ayuda pública se ha proporcionado fijando objetivos explícitos para el crecimiento del crédito, con el fin de mantener la

oferta de crédito a la economía (por ejemplo, en Francia, Irlanda y el Reino Unido).

En el cuadro 1 se presenta una panorámica de las medidas de apoyo que se habían adoptado hasta

- 9 La Comisión aprobó inicialmente las inyecciones de capital para un período de seis meses, tras el cual habría que revisar las decisiones, teniendo en cuenta un informe sobre los avances realizados. En su Comunicación de 2009, titulada «The return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules», la Comisión clarificó el marco en el que se examinarían los planes de viabilidad y reestructuración de las entidades de crédito, que se han de enviar tras la concesión de ayudas públicas. En concreto, la Comisión tiene en cuenta: (i) las prácticas anteriores de la Comisión; (ii) el alcance mundial de la crisis actual; (iii) la importancia sistémica del sector bancario para el conjunto de la economía; y (iv) los posibles efectos sistémicos derivados de la necesidad de una serie de bancos de reestructurarse durante el mismo período.
- 10 La experiencia de estos casos muestra que los problemas encontrados durante las resoluciones de las crisis bancarias transfronterizas podrían derivarse, entre otros factores, de las distintas competencias y funciones desempeñados por las autoridades nacionales que participan en los procesos de rescate, de la extraordinaria presión asociada al tiempo en el que han de terminarse los detalles de la operación de rescate y del posible desacuerdo sobre la distribución de las cargas. Para evitar estos problemas en el futuro, la Comisión Europea está trabajando actualmente en un marco de la UE para la gestión de crisis transfronterizas en el sector bancario, que conllevaría cambios en tres áreas principales: i) intervención temprana en forma de medidas adoptadas por los supervisores encaminadas a restablecer la estabilidad y la solvencia financiera de una entidad cuando se están desarrollando los problemas, junto con las transferencias de activos entre entidades solventes de un mismo grupo con fines de apoyo financiero; ii) resolución de crisis bancarias, es decir, las medidas adoptadas por las autoridades nacionales para gestionar la crisis de una entidad bancaria, con el fin de contener su impacto sobre la estabilidad financiera y, en su caso, de facilitar una liquidación ordenada de la totalidad o de partes de la entidad; y iii) procedimientos de insolvencia, para la reorganización o la liquidación, conforme al régimen de insolvencias aplicable.

**Cuadro 1 Medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos desde octubre de 2008**

(en porcentaje del PIB; cifras a fin de febrero de 2010)

	Inyecciones de capital		Garantías de pasivos y préstamos		Apoyo a activos		Compromiso total que representan todas las medidas
	Dentro de los planes	Fuera de los planes	Garantías	Préstamos	Dentro de los planes	Fuera de los planes	
Zona del euro	1 (1)	1	5 (18)	2 (-)	0 (3)	1	27
Reino Unido	2 (3)	3	10 (19)	4 (-)	- (-)	13,8	43
Estados Unidos	2 (5)	0	2 (4)	0 (5)	2 (11)	1	26

Fuentes: Autoridades nacionales, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Cifras acumuladas desde el comienzo de la crisis financiera, expresadas en porcentaje redondeado del PIB. Las cifras entre paréntesis muestran el compromiso total adquirido para cada medida y las que figuran antes de los paréntesis, los importes realmente concedidos. Es posible que algunas de las medidas no se hayan aplicado pese a haberse anunciado. Los importes concedidos realmente en concepto de «garantías» se refieren únicamente a emisiones de bonos. Las medidas «fuera de los planes» son medidas de apoyo adoptadas sin el establecimiento explícito de un plan, es decir, sin el apoyo directo de los Gobiernos. Este apoyo puede ser proporcionado, por ejemplo, por las administraciones locales, como en el caso del apoyo recibido por BayernLB del estado de Baviera. Para más información sobre las cifras de este cuadro, pueden consultarse las publicaciones oficiales de las autoridades nacionales correspondientes, como las ediciones de junio y diciembre de 2009 del Informe sobre Estabilidad Financiera (*Financial Stability Review*) del Banco de Inglaterra, si bien se ha de tener presente que las cifras pueden variar como consecuencia de la utilización de diferentes definiciones o enfoques.

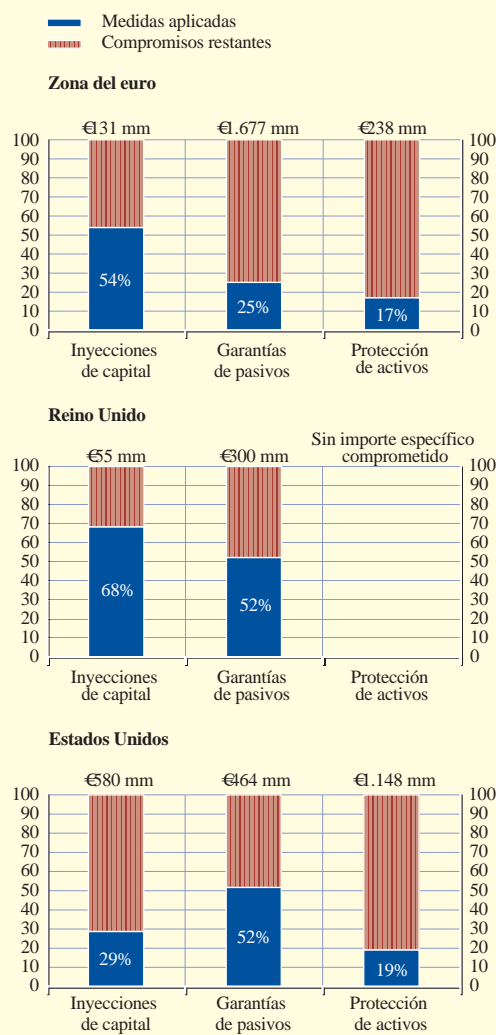
noviembre de 2009. En el cuadro se incluyen datos sobre todas las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos en respuesta al empeoramiento de las crisis tras la quiebra de Lehman Brothers. Las medidas de apoyo se clasifican en tres categorías principales: (i) avales para la emisión de bonos bancarios; (ii) inyecciones de capital; y (iii) medidas de apoyo a los activos problemáticos<sup>11</sup>. En el cuadro 1 se efectúa una distinción entre los importes que los Gobiernos se han comprometido a proporcionar (que figuran entre paréntesis) y los importes que se han concedido realmente a las entidades financieras. El cuadro 1 muestra también los importes comprometidos y los concedidos en el marco de los planes nacionales y fuera de ellos (es decir, las medidas ad hoc). El compromiso total equivale a la suma de los compromisos adquiridos en los planes nacionales, dividido en tres categorías (o el importe efectivo gastado a falta de compromisos explícitos), más los importes efectivos gastados fuera de los planes nacionales.

En lo que se refiere a la aplicación de las medidas, pueden extraerse algunas conclusiones. Aunque existen diferencias entre las distintas medidas y regiones, los importes son significativos en la zona del euro, en el Reino Unido y en Estados Unidos. Conviene observar también que hay, asimismo, diferencias significativas entre los países de la zona del euro (que no se muestran en el cuadro). En el gráfico 1 se presentan los porcentajes de los importes totales comprometidos en virtud de los planes nacionales que realmente se han concedido. La tasa de utilización es, en general, relativamente baja en todas las medidas, pero las variaciones son sustanciales: el uso de medidas de recapitalización ha sido relativamente generalizado, mientras que la emisión de bonos bancarios con garantías públicas ha sido considerablemente menor. Conviene destacar que el importe comprometido y las garantías de los pasivos son, en términos absolutos, mucho más elevados que el importe comprometido y el empleo de inyecciones de capital.

Además, el grueso de la ayuda financiera se ha dirigido a un número relativamente reducido de entidades (véase gráfico 2). Efectivamente, en la

**Gráfico 1 Tasas de utilización de los planes nacionales de apoyo**

(en porcentaje; febrero de 2010)



Fuentes: Autoridades nacionales, Bloomberg y cálculos del BCE.

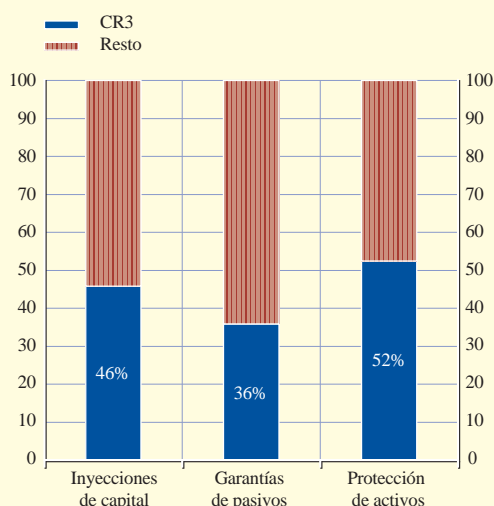
zona del euro en torno a la mitad de la ayuda concedida ha sido absorbida por las tres entidades más grandes receptoras de esta ayuda<sup>12</sup>. En el caso de cada una de las medidas de apoyo concretas, las tres entidades más grandes representan

11 Además de estas tres categorías, en ocasiones los Gobiernos también han concedido préstamos puente a entidades concretas. Como estas medidas no se han utilizado sistemáticamente en toda la zona del euro, no se informa de ellas en este artículo.

12 Las tres instituciones que absorben el porcentaje de ayuda más elevado en forma de inyecciones de capital, de garantías de pasivos y de protección de activos no son las mismas.

**Gráfico 2** Ratio de concentración de las medidas aplicadas en la zona del euro (octubre de 2008-febrero de 2010)

(en porcentaje)



Fuentes: Autoridades nacionales, Bloomberg y cálculos del BCE.  
Nota: La ratio de concentración CR3 indica el porcentaje de las medidas de apoyo aplicadas que ha sido absorbido por las tres entidades más grandes receptoras de la ayuda.

entre el 6% y el 9% del total de activos bancarios de la zona del euro.

Las siguientes secciones proporcionan una descripción más detallada de las medidas en el orden cronológico en el que se han adoptado<sup>13</sup>. Conviene observar que estas medidas de apoyo a los bancos se han utilizado habitualmente en combinación. No obstante, la utilización efectiva de las medidas ha seguido, en general, la misma secuencia, recibiendo las entidades de crédito ayuda en el lado del pasivo de sus balances antes de mejorar su activo.

## GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS

Los sistemas de garantía de depósitos fueron una de las primeras medidas utilizadas para mitigar el impacto de las turbulencias financieras que se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers. En Europa, antes de la crisis, la legislación de la UE fijaba en 20.000 euros el importe mínimo de la garantía de los depósitos, con un elemento de coaseguro opcional del 10%, según el cual los depositantes asumían el 10% de las pérdidas incurridas.

Sin embargo, como esta cobertura resultó insuficiente para calmar la inquietud de los depositantes, en octubre de 2008 el límite se elevó hasta un mínimo de 50.000 euros, que podría incrementarse a 100.000 euros antes de que finalizara 2010<sup>14</sup>. Además, los países de la UE acordaron agilizar el proceso de devolución de los depósitos garantizados en caso de incumplimiento, en un intento de mejorar la eficacia del sistema de garantía de depósitos.

Uno de los principales acontecimientos que propiciaron el aumento del importe mínimo de la garantía de los depósitos fue la decisión adoptada por las autoridades irlandesas en septiembre de 2008 de proporcionar una garantía general<sup>15</sup> para prácticamente todos los pasivos bancarios (incluidos los depósitos de particulares, de empresas e interbancarios), que representaban un porcentaje considerable del PIB<sup>16</sup>. La garantía general irlandesa, junto con la experiencia del pánico experimentado por los depositantes de Northern Rock, un banco británico que había quebrado, llevó a otros países a reformar sus propios sistemas de garantía de depósitos y a abandonar el coaseguro. Las garantías de los depósitos se han elevado desde entonces por encima de los 50.000 euros en la mayoría de los países de la UE y, en algunos casos, se han concedido garantías generales para los depósitos de particulares

13 Como este artículo sigue el orden en el que generalmente se aprobaron las distintas medidas, no facilita información sobre las fechas en las que se adoptaron los planes específicos o las medidas concretas. Se recomienda al lector interesado que consulte otras fuentes que ofrecen información sobre el momento en que se adoptaron las medidas de apoyo (por ejemplo, Petrovic y Tutsch, «National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis», Legal Working Paper n.º 8, BCE, julio de 2009). Asimismo, la Reserva Federal de Nueva York presenta un calendario en su web ([http://www.newyorkfed.org/research/global\\_economy/IRCTimelinePublic.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/global_economy/IRCTimelinePublic.pdf)).

14 Acuerdo de 7 de octubre de 2008 alcanzado por los ministros de Hacienda en la reunión del Consejo ECOFIN ([http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/103250.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/103250.pdf)).

15 Una garantía general es una declaración del Gobierno de que todos los depósitos, y tal vez otros instrumentos financieros, están protegidos.

16 Los pasivos cubiertos incluyen todos los depósitos de particulares y de empresas (en la medida en que no estén cubiertos por los sistemas de garantía de depósitos existentes en Irlanda o en cualquier otra jurisdicción), los depósitos interbancarios, deuda *senior* no garantizada, bonos garantizados y deuda subordinada *junior* (Nivel 2 más bajo).

(por ejemplo, Alemania). En Estados Unidos, la garantía de los depósitos se ha ampliado temporalmente hasta los 250.000 dólares, pero está previsto que en enero de 2014 se vuelva a los 100.000 dólares. Además, el Fondo Federal de Garantía de Depósitos (FDIC) ofrece plena cobertura de las cuentas corrientes no remuneradas, independientemente de su importe en dólares, en virtud del Programa de Garantía de Cuentas Corrientes (*Transaction Account Guarantee*), que forma parte del Programa de Garantía Temporal de la Liquidez (*Temporary Liquidity Guarantee* o TLGP, en sus siglas en inglés)<sup>17</sup>.

#### AVALES PARA LA EMISIÓN DE BONOS BANCARIOS

Al igual que la ampliación de la garantía de los depósitos, la concesión de avales públicos para la emisión de bonos bancarios fue también una de las primeras medidas que se adoptó para ayudar a las entidades de crédito. Estos programas permitieron a los bancos emitir deuda garantizada por el Estado en caso de impago. Varios países comprometieron considerables recursos para garantizar las emisiones de bonos bancarios. Sin embargo, la utilización de avales públicos tardó en materializarse. Si bien a comienzos de octubre de 2008 ya se disponía de varios planes para garantizar la deuda, la emisión solamente cobró impulso a mediados de noviembre del 2008. En particular, la zona del euro y el Reino Unido llevaron la iniciativa en esta materia, y les sigue correspondiendo la mayoría del saldo vivo de la deuda garantizada por el Estado. En algunos países (por ejemplo, Italia) se han puesto en marcha planes en este sentido, pero ninguna entidad de crédito ha recurrido a ellos. En otros países, un número reducido de bancos ha utilizado estos programas, y los volúmenes emitidos son bajos. En Estados Unidos, estos bonos se garantizan en virtud del Programa de Garantía de la Deuda (*Debt Guarantee Program*), que también forma parte del TLGP gestionado por el FDIC. Los bancos pueden optar por acogerse a uno o a ninguno de los dos programas ofrecidos en virtud del TLGP.

La causa de que la utilización de estos programas se haya llevado a cabo con lentitud puede deberse

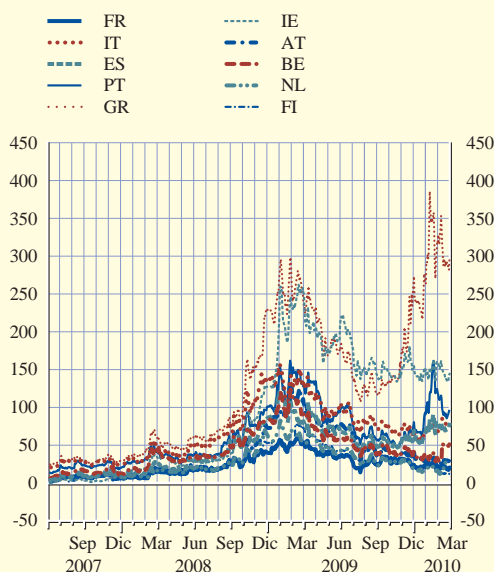
a varios factores, entre los que se encuentran: (i) la valoración (véase más adelante); (ii) el alto grado de competencia percibido entre los emisores financieros y los emisores no financieros en el mercado de renta fija privada; (iii) la posibilidad de que se produzcan efectos estigma; (iv) las condiciones de las garantías (por ejemplo, restricciones a la remuneración); y (v) el actual proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito y la desaceleración general de la demanda de crédito.

Un factor fundamental que limita la emisión de bonos garantizados ha sido el coste que conlleva. En primer lugar, el coste de emitir deuda a largo plazo —garantizada o no— ha pasado a ser cada vez mayor con respecto a las fuentes de financiación a corto plazo, a medida que ha aumentado la pendiente de la curva de tipos. En segundo lugar, en lo que se refiere a la valoración de las garantías, las entidades de crédito suelen pagar una comisión vinculada al riesgo de crédito de la entidad, más un margen. De conformidad con las recomendaciones del BCE, los países de la UE han recurrido a los diferenciales de los CDS de las entidades como base para su valoración. Dado que los diferenciales de los CDS se han situado en niveles históricamente elevados desde el inicio de la crisis, los bonos con garantías públicas pueden ser una fuente de financiación costosa. Por el contrario, en Estados Unidos el plazo de vencimiento de la deuda bancaria garantizada es el único determinante de la comisión que se ha de pagar. En tercer lugar, el mercado también exige una prima de liquidez relativamente alta para la deuda bancaria garantizada en comparación con la deuda pública. Finalmente, la valoración de los bonos se ha basado en los diferenciales de la deuda pública respectiva. Estos diferenciales han aumentado, lo que constituye una razón adicional de la reticencia a utilizar deuda bancaria garantizada por el Estado (véase gráfico 3). El aumento de estos diferenciales se ha visto reflejado, en gran medida, en los diferenciales de los *swaps* de bonos bancarios con garantías públicas (véase gráfico 4) y podría representar un

17 La comisión por participar en el Programa de Garantía de Cuentas Corrientes consiste en un recargo anual de 10 puntos básicos sobre las transacciones en cuentas corrientes no remuneradas por importe superior a 250.000 dólares estadounidenses.

**Gráfico 3 Diferenciales de la deuda soberana  
a diez años de la zona del euro frente a Alemania**

(en puntos básicos)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

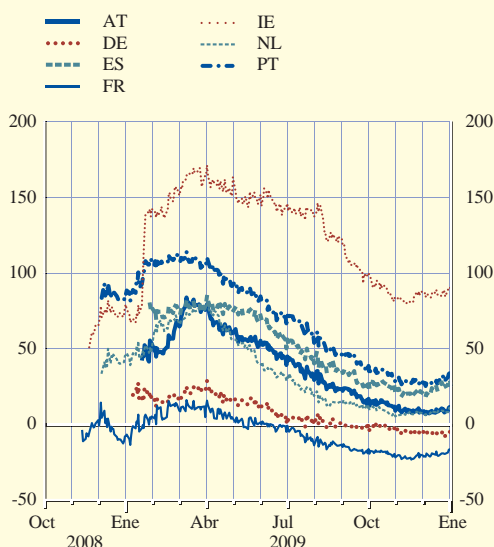
importante factor de coste para los bancos situados en países con diferenciales más elevados.

Aunque la utilización de los avales públicos por parte de los bancos ha sido lenta, esta fuente de financiación representa una parte significativa del total de la financiación obtenida por las entidades financieras de la zona del euro en el mercado de valores (véase gráfico 5). Sin embargo, la dependencia ha disminuido desde mediados del 2009. Mientras que la emisión bruta pone de relieve la actividad total en el mercado de deuda bancaria titulizada, la emisión neta arroja luz sobre la capacidad de los bancos de renovar los pasivos que van venciendo y, por tanto, sobre la posible brecha de financiación de los intermediarios financieros. El gráfico 6 muestra que parte de las emisiones queda compensada con creces con las amortizaciones y que hay una tendencia a sustituir la deuda a corto plazo por deuda a largo plazo.

La menor dependencia de los avales públicos que se observa en la financiación de las entidades de la zona del euro puede deberse, en parte, al hecho de que desde el verano del 2009 los bancos han

**Gráfico 4 Diferenciales de swaps de bonos  
bancarios con garantías públicas**

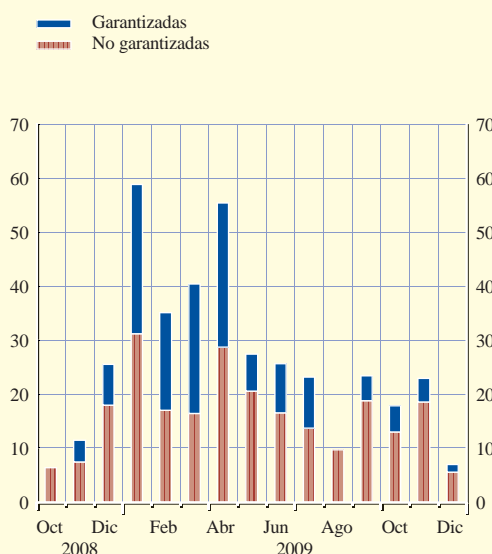
(en puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

**Gráfico 5 Emisiones brutas de bonos bancarios  
senior en la zona del euro**

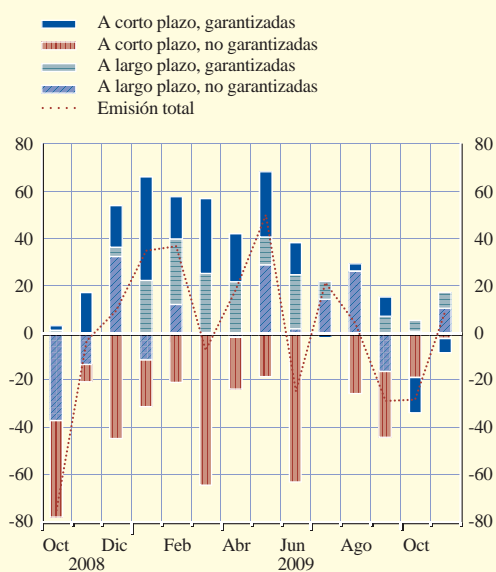
(mm de euros)



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

**Gráfico 6 Emisiones netas de valores por parte de las instituciones financieras monetarias de la zona del euro**

(mm de euros)



Fuentes: Estadísticas de las IFM y estimaciones del BCE.

podido sustituir la deuda a corto plazo garantizada por la liquidez proporcionada por el Eurosistema. Además puede explicarse por factores tales como la mejora gradual pero significativa de las condiciones de los mercados financieros que se registró en 2009 y el efecto de las adquisiciones de bonos garantizados por parte del Eurosistema, que con-

tribuyeron a impulsar la actividad en este segmento del mercado. Asimismo, el acceso de los bancos a la financiación en los mercados de bonos no garantizados es probable que refleje unas perspectivas mejores y más estables en lo que respecta al riesgo de crédito de muchos bancos, como consecuencia del fortalecimiento de su base de capital y del aumento de los beneficios no distribuidos.

En el cuadro 2 se presentan las características de los bonos bancarios garantizados por el Estado emitidos desde octubre de 2008. La mediana del vencimiento residual muestra que aproximadamente la mitad de los bonos garantizados vencerá dentro de dos años, es decir, a finales de 2011. El plazo de vencimiento y el tamaño de las emisiones de bonos varían ampliamente tanto entre los países como dentro de ellos. El vencimiento medio a la emisión se ha situado en torno a tres años en la mayoría de los países, pero el abanico de vencimientos a la emisión oscila entre 16 meses, en el caso de Grecia, y 45 meses, en el de los Países Bajos. En la Unión Europea, el vencimiento máximo de la deuda garantizada se limitó inicialmente a tres años, pero este límite se ha aumentado posteriormente en algunos países a medida que iba venciendo la deuda<sup>18</sup>. Sin embargo, la

<sup>18</sup> Además de los límites al vencimiento, algunos países han puesto en práctica restricciones que limitan el importe total de la deuda garantizada por el Estado en relación con el saldo vivo total de la deuda *senior* no garantizada (por ejemplo, Estados Unidos).

**Cuadro 2 Volumen y plazo de vencimiento de los bonos garantizados por los Gobiernos, emitidos entre octubre de 2008 y diciembre de 2009**

País	Emisión total (mm de euros)	Número de emisores	Número de bonos	Importe medio de las emisiones (mm de euros)	Vencimiento medio (meses)	Mediana del vencimiento residual (meses)
Bélgica	4,0	2	5	0,8	35,4	19
Alemania	89,0	11	27	3,3	27,2	22
Irlanda	41,4	7	113	0,4	17,8	10
Grecia	2,0	2	3	0,7	16,3	29
España	43,1	37	106	0,4	34,0	29
Francia	101,0	2	70	1,4	27,2	19
Luxemburgo	1,0	1	4	0,3	19,5	13
Países Bajos	54,2	6	43	1,3	45,4	30
Austria	24,6	6	35	0,7	39,7	28
Portugal	4,9	6	6	0,8	37,0	27
Reino Unido	151,6	11	171	0,9	29,7	24
Estados Unidos	245,1	41	197	1,2	34,0	25
Total/media	934,1	184	1.356	0,7	33,0	25

Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Vencimiento residual a 1 de diciembre de 2009. Los importes en euros se basan en el tipo de cambio vigente el 1 de octubre de 2008. Las cifras corresponden a totales en las columnas 1 a 3 y a medias en las columnas 4 y 5.



deuda con vencimiento entre 3 y 5 años solo se ha garantizado en circunstancias excepcionales. La ampliación del vencimiento máximo se ha justificado, en parte, por la lenta utilización de las garantías, pues los bancos han mencionado el corto vencimiento ofrecido en sus jurisdicciones como el motivo principal de no aprovechar las ventajas de esta forma de ayuda.

### INYECCIONES DE CAPITAL

Al persistir las turbulencias financieras, los saneamientos parciales llevados a cabo como consecuencia de la rebaja de las calificaciones crediticias tuvieron un fuerte impacto en el capital de las entidades de crédito. Además, al deteriorarse el entorno económico, los bancos tuvieron que hacer frente también a pérdidas en sus carteras crediticias y aumentaron las ponderaciones de riesgo de los activos no dañados, incrementando la presión sobre el nivel de capital de los bancos. Cuando se hizo evidente que las entidades de crédito no solo se enfrentaban a problemas de liquidez, sino también a posibles riesgos de insolvencia, varios Gobiernos empezaron a complementar los planes para garantizar los pasivos de los bancos con inyecciones directas de capital. Las inyecciones de capital se han efectuado principalmente mediante la adquisición de acciones preferentes o de otros instrumentos híbridos que cumplen las condiciones del capital de Nivel 1<sup>19</sup>.

El hecho de que las acciones preferentes constituyeran la herramienta principal para inyectar capital fue consecuencia, fundamentalmente, de los objetivos de reforzar el capital de los bancos, al tiempo que se dejaba la propiedad de las entidades en manos del sector privado y se aseguraba la prioridad de los derechos del sector público. Estos objetivos se han cumplido. Aunque las acciones preferentes no conllevan derechos de voto, dan a sus tenedores prioridad sobre los accionistas ordinarios en el pago de los dividendos y durante la liquidación. En cuanto a su inclusión en el capital regulatorio, solo las acciones preferentes no acumulativas pueden incluirse como elemento del capital de Nivel 1 (véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2005). Aun cuando pudieran considerarse capital regulato-

rio, persiste la preocupación acerca de si la obtención de capital mediante la emisión de acciones preferentes supone realmente un desapalancamiento, en tanto en que esta forma de capital no tiene las mismas características de absorción de pérdidas que las acciones ordinarias. Además, los mercados se han centrado cada vez más en definiciones de capital de mayor calidad, tales como el capital y las reservas, netos de activos intangibles, que excluye las acciones preferentes. Este podría haber sido uno de los motivos del interés por convertir las acciones preferentes en acciones ordinarias<sup>20</sup>. Otro motivo se refiere al alto coste de las acciones preferentes (véase más adelante).

Las inyecciones de capital han sido menos habituales en la zona del euro que en Estados Unidos. El volumen total de inyecciones de capital en Estados Unidos representaba el 2,6% del PIB en junio de 2009, su cota máxima, mientras que las recapitalizaciones alcanzaban el 1,3% del PIB en la zona del euro. En la Unión Europea, el Gobierno británico inyectó el mayor volumen de capital, con un máximo cercano al 5,1% del PIB. Otro aspecto importante es el distinto nivel de participación del sector público en los bancos que han recibido inyecciones de capital. En algunos casos, los bancos se han nacionalizado de facto, cuando el Estado se ha hecho con la mayoría de las participaciones, o se han nacionalizado realmente. Cabe citar como ejemplo el caso de Alemania, donde el Gobierno organizó incluso la venta forzosa de la participación de los accionistas minoritarios para hacerse con el pleno control de Hypo Real Estate, tras haberle concedido más de 100 mm de euros en garantías.

Respecto a la valoración de las inyecciones de capital, los bancos suelen pagar un cupón considera-

19 Algunos países han incluido una opción para convertir las acciones preferentes en acciones ordinarias, por ejemplo, los Países Bajos en el caso de ING.

20 Para fortalecer su capital, a finales de julio de 2009 Citigroup convirtió acciones preferentes por importe de 25 mm de dólares estadounidense en acciones ordinarias, incrementando con ello hasta el 34% la participación del sector público de Estados Unidos en el banco. Antes de que se realizara esta operación, casi todos los tenedores no públicos de acciones preferentes habían acordado convertir sus tenencias en acciones ordinarias.

ble por sus acciones preferentes<sup>21</sup>. Una valoración elevada debería alentar una pronta salida de las entidades de crédito<sup>22</sup>, un incentivo que a menudo se ve reforzado por cláusulas *step-up* y de amortización<sup>23</sup>. En general, los mecanismos de retirada existentes actualmente en la Unión Europea tienen como objetivo lograr un equilibrio entre la provisión de incentivos para una pronta retirada y prestar la debida atención a las circunstancias individuales de los bancos.

#### APOYO A LOS ACTIVOS

La incertidumbre en torno al valor de algunos tipos de activos mantenidos por las entidades de crédito puede haber provocado una cierta resistencia de los bancos a prestar en el mercado interbancario. Los saneamientos parciales posteriores hicieron mella en el capital de las entidades y les impidieron conceder créditos al sector privado. Así pues, la limpieza de los balances pasó a ser parte fundamental de las medidas de rescate. No obstante, el problema de valorar correctamente estos activos tóxicos también dio lugar a que su eliminación de los balances se convirtiera en una tarea difícil y compleja. Por lo tanto, a pesar de las lecciones aprendidas de crisis bancarias anteriores, es decir, que la limpieza de los balances era esencial para acelerar el proceso de recuperación (por ejemplo, la crisis asiática mencionada en Lindgren et ál., 1999), las medidas sistemáticas de apoyo a los activos solo pasó lentamente a formar parte del conjunto de herramientas utilizadas a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. Por el contrario, las medidas de apoyo ad hoc formaron parte de algunas de las primeras operaciones de rescate (véase más adelante).

En general, los programas de apoyo a los activos pueden adoptar la forma de planes de eliminación de activos (que transfieren los activos a otra entidad distinta, como los denominados «bancos malos») o de regímenes de aseguramiento de activos (que mantiene los activos en el balance de los bancos). Sobre la base de experiencias anteriores, el Eurosistema consideró las circunstancias específicas que determinan cuál de estos programas constituye la mejor alternativa. Las circunstancias que

favorecen el modelo de eliminación de activos incluyen (i) un alto grado de incertidumbre en cuanto a la calidad futura los activos de las entidades de crédito; (ii) la concentración de los activos deteriorados en unas pocas entidades del sistema financiero y (iii) aquellas en las que se considera más apropiado una «ruptura clara» para las entidades participantes, pese a unos costes iniciales más elevados. Por el contrario, las circunstancias que favorecen el modelo de aseguramiento de activos son: (i) un elevado índice de activos difíciles de valorar, como los bonos de titulización hipotecaria, entre los activos deteriorados; y (ii) aquellas en las que la consideración de la situación de las finanzas públicas favorecería medidas con un perfil de costes que, en el corto plazo, ejerce menos presión sobre la situación presupuestaria.

No obstante, la elección entre un plan de eliminación de activos y un régimen de aseguramiento de activos es extremadamente difícil en una situación en la que la calidad de los activos de los bancos es probable que se siga deteriorando. Es posible que esta incertidumbre sea uno de los motivos por los que muchas medidas combinan elementos de ambas opciones, por lo que pueden considerarse medidas híbridas. Tales medidas suelen implicar la

21 El cupón consta, en general, de tres elementos: (i) el rendimiento de la deuda pública como referencia de la mínima rentabilidad por riesgo y del coste de financiación del sector público; (ii) una prima que refleja el riesgo de crédito de la entidad financiera en cuestión, basada, por ejemplo, en el diferencial de CDS; y (iii) una comisión por los costes operativos. De conformidad con las recomendaciones del BCE, los cálculos establecen una banda de valoración para las acciones preferentes y otros instrumentos híbridos, con un límite inferior representado por el rendimiento medio requerido de la deuda subordinada equivalente al 6%, y un límite superior representado por el rendimiento medio requerido de las acciones ordinarias equivalente al 9,3% (véase [http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recommendations\\_on\\_pricing\\_for\\_recapitalisationsen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf)).

22 Un descenso de los diferenciales basados en el riesgo por debajo del nivel del componente utilizado para la valoración hará que la financiación privada sea más barata cuando se calmen los mercados. Por lo tanto, el mecanismo de valoración contiene ya un mecanismo de retirada incorporado. Sin embargo, una valoración elevada afecta también negativamente a la rentabilidad de los bancos y a su capacidad para retener los beneficios y acumular capital. Ello puede, a su vez, entorpecer la capacidad de los bancos para atraer otras formas de capital privado y, por lo tanto, retrasar la retirada del sector público.

23 Las cláusulas *step-up* se han aplicado mediante un incremento de los pagos del cupón de las acciones preferentes a lo largo del tiempo. Las cláusulas de amortización adoptan la forma de una opción de compra sobre la deuda, que permite al emisor amortizar el capital en cualquier momento.

transferencia de activos, financiada mediante préstamos garantizados por el sector público, y sofisticados acuerdos para la distribución de riesgos entre este sector y los bancos participantes.

Algunos países habían puesto en marcha medidas de apoyo a los activos antes incluso de que se agravara la crisis financiera en octubre de 2008. Los primeros ejemplos fueron medidas ad hoc que formaban parte de reestructuraciones llevadas a cabo con fines de rescate, tales como los planes de eliminación y de garantía de activos para apoyar a varios Landesbanken alemanes, el acuerdo para reforzar el capital de ING y la operación Maiden Lane en Estados Unidos<sup>24</sup>.

En reconocimiento de la necesidad de apoyar a los activos de manera sistemática, varios países han introducido programas de protección de activos, como el Programa de Inversiones Públicas y Privadas (PPIP) en Estados Unidos, la Agencia Nacional de Gestión de Activos (NAMA) en Irlanda y, en Alemania, el Plan de Consolidación dirigido a los Landesbanken. En el Reino Unido, las autoridades ofrecieron aseguramiento de los activos a los tres bancos más grandes, dependiendo su participación del resultado de las pruebas de estrés llevadas a cabo por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA)<sup>25</sup>. Las características de los planes de apoyo a los activos varían considerablemente de un país a otro. Por ejemplo, las clases de activos admitidas varían ampliamente de un plan a otro; al igual que el carácter de la participación, que es voluntaria en Alemania y Estados Unidos y obligatoria en Irlanda. Asimismo, los mecanismos de valoración son diferentes: los precios se establecen por medio de subastas en Estados Unidos, mientras que en Alemania e Irlanda los determinan los auditores.

Los posibles riesgos para el sector público son elevados, ya que los importes comprometidos para las medidas de apoyo a los activos son sustanciales (véase cuadro 1). Por ejemplo, el Reino Unido ha alcanzado un acuerdo para compartir los riesgos con el Royal Bank of Scotland, cuyo coste podría situarse en torno al 14% del PIB. No obstante, estas pérdidas solo se materializarían en el

caso improbable de que el conjunto de activos subyacentes perdiera todo su valor. Si los activos retienen parte de su valor, la consiguiente pérdida para el sector público sería menor. Además, si el banco que se beneficia de estas medidas de apoyo a los activos también recibe ayuda en forma de capital o de garantías de los pasivos, el contribuyente tendría que pagar bien las pérdidas en el lado derecho o en el lado izquierdo del balance, pero no las pérdidas en ambos lados.

#### 4 RETIRADA DE LAS MEDIDAS PÚBLICAS

Las medidas de apoyo de los Gobiernos, junto con las adoptadas por los bancos centrales, han logrado restablecer la confianza en los sistemas financieros de todo el mundo y mejorar su capacidad de resistencia. Estas medidas, y los considerables estímulos macroeconómicos, han puesto en marcha un proceso de reforzamiento mutuo de la situación de los sistemas financieros y del comportamiento de la economía real que ha favorecido una mejora de las perspectivas del ciclo económico y una disminución del riesgo sistémico.

No obstante, las distintas medidas para apoyar al sector financiero supusieron considerables pasivos reales y contingentes para el sector público<sup>26</sup>. Si bien sus déficits presupuestarios no se han visto muy afectados en el corto plazo, el posible impacto sobre la deuda pública depende de los fondos que serán necesarios para financiar cualesquiera medidas de recapitalización adicionales y de los pasivos

24 En el segundo trimestre de 2008, la Reserva Federal facilitó la fusión de JP Morgan Chase y Bear Stearns proporcionando un préstamo preferente a Maiden Lane (un banco malo en forma de sociedad limitada) para financiar la compra a Bear Stearns de una cartera de valores relacionados con hipotecas, préstamos para hipotecas residenciales y comerciales y otras coberturas asociadas.

25 Los acuerdos de acotamiento de activos determinaron un tramo de primeras pérdidas, que los propios bancos asumirían, mientras que el Gobierno acordó cubrir el 90% de cualesquiera pérdidas adicionales. Después de la realización de las pruebas de estrés, se permitió que Barclays quedara excluido, y el Gobierno llegó a acuerdos de distribución de pérdidas con RBS y con Lloyds. Sin embargo, Lloyds dio por concluido el acuerdo con el Gobierno antes de que pudiera llevarse a la práctica (véase sección 4).

26 En el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009, puede encontrarse más información sobre los efectos presupuestarios en la zona del euro.

contingentes que realmente se materialicen. Cabe observar que este hecho se añade al rápido aumento de la deuda y los déficits y públicos atribuible a la desaceleración económica y a las medidas de estímulo de carácter discrecional. Al mismo tiempo, los presupuestos públicos se están beneficiando actualmente de la remuneración de las garantías y de las inyecciones de capital. Los pasivos contingentes asociados al apoyo al sector financiero constituyen los riesgos principales para la deuda o los déficits públicos en el medio plazo. Además, los riesgos fiscales en forma de rápidas variaciones en la actitud de los mercados, que podrían dar lugar a costes de financiación menos favorables, son considerables en el caso de aquellos países de la zona del euro con abultados desequilibrios presupuestarios.

Asimismo, algunas de las medidas de apoyo pueden distorsionar la competencia (entre los bancos que reciben la ayuda y los que no la reciben y entre entidades que pertenecen a jurisdicciones diferentes). Además, el apoyo, ya sea implícito o explícito, podría dar lugar a problemas de riesgo moral asociados a la disminución de la protección; incluida la posibilidad de una asunción de riesgos excesiva.

En este contexto, se ha iniciado un debate sobre las estrategias de retirada de las medidas de apoyo público, que está teniendo lugar simultáneamente a escala internacional y de la UE. Como consecuencia del sistema financiero tan integrado existente en la Unión Europea, las autoridades nacionales están de acuerdo en coordinar estas estrategias. Un enfoque coordinado ayudaría a evitar efectos de contagio transfronterizos adversos y a preservar la igualdad de trato. No obstante, este enfoque no implica necesariamente una aplicación sincronizada de las estrategias de retirada. La estrategia coordinada de la UE se basa en: (i) incentivos adecuados para retornar a un mercado competitivo; (ii) intercambio de información ex-ante entre los Gobiernos sobre las intenciones de retirar gradualmente las medidas; (iii) transparencia para el público y el sector financiero; y (iv) una evaluación de la estabilidad del sistema financiero.

En el caso de algunos bancos, especialmente los que han recibido apoyo público, será necesario

llevar a cabo una reestructuración fundamental para lograr su viabilidad a largo plazo cuando dejen de disponer de las ayudas. Esta reestructuración podría suponer la reducción de sus balances, mediante la eliminación de actividades inviables, con vistas a mejorar sus capacidades para generar beneficios. Efectivamente, tal reestructuración ya se está produciendo en algunos grandes bancos de la zona del euro.

El siguiente subapartado se centra en aspectos concretos de cada una de las medidas.

#### **RETIRADA DE LA AMPLIACIÓN DE LA GARANTÍA DE LOS DEPÓSITOS**

En la Unión Europea, el debate sobre la retirada de la ampliación de la garantía de los depósitos gira en torno a una reforma coordinada de los sistemas de garantía de depósitos, que consistiría, en esencia, en un incremento de los límites de las coberturas (comparado con el límite anterior a la crisis), pero también de una reducción del plazo de los pagos en caso de insolvencia. Los límites de la cobertura se han elevado y, en algunos países, se ha concedido una garantía ilimitada a los depósitos. Hasta el momento no se ha hablado de una fecha límite específica para que desaparezca esta garantía ilimitada. En Estados Unidos, el límite actual de 250.000 dólares estadounidenses por depositante dejará de estar vigente a finales de 2013, momento en que se reducirá a 100.000 dólares.

#### **RETIRADA DE LOS AVALES PARA LA EMISIÓN DE BONOS BANCARIOS**

La posibilidad de una retirada basada en el mercado está implícita en los mecanismos que tienen un precio fijo para los avales públicos, en la medida en que la mejora de las condiciones de los mercados eleva los costes de emitir bonos garantizados por el Estado en relación con los de emitir bonos no garantizados. En los gráficos 5 y 6 se muestra que las entidades de crédito de la zona del euro ya han empezado a sustituir la emisión de bonos garantizados por la de bonos no garantizados. Sin embargo, todavía puede ser demasiado pronto para extraer una conclusión general de que los bancos

han comenzado a recuperar el acceso a los mercados de financiación, ya que algunos de ellos aún se enfrentan a graves problemas.

En Estados Unidos, el Programa de Garantía de la Deuda se amplió seis meses, hasta el último día de octubre de 2009. Al mismo tiempo, las comisiones se elevaron en el caso de la deuda emitida después del 1 de abril de 2009 y en el de la deuda con vencimiento posterior al 30 de junio de 2012<sup>27</sup>. Este hecho supuso el inicio real de la retirada de este programa, al que le ha sucedido una facilidad de garantía de emergencia, cuya duración es de seis meses y que dejará de funcionar a finales de abril de 2010. La comisión por la deuda emitida en virtud de esta facilidad asciende, al menos, a 300 puntos básicos, pero puede incrementarse dependiendo de los riesgos asociados a la entidad emisora.

### RETIRADA DE LAS INYECCIONES DE CAPITAL

En términos generales, existen dos enfoques en relación con la retirada de las recapitalizaciones públicas. En primer lugar, el Gobierno puede vender sus participaciones en el mercado privado. Actualmente, el único caso que se ha registrado ha sido la venta por parte del Gobierno suizo de su participación en UBS a inversores institucionales. En segundo lugar, la entidad de crédito puede devolver al Estado el capital recibido. Existen varias alternativas y opciones, en general, complementarias para obtener financiación con el fin de devolver el capital al sector público. La estrategia principal, observada durante las iniciativas relativas a la devolución del capital por parte de los grandes bancos en Francia y en el Reino Unido, es captar capital en los mercados privados. Esta estrategia se ha visto complementada con los beneficios no distribuidos, la venta de unidades de negocio, el proceso de desapalancamiento y la conversión del capital de Nivel 2 de los inversores privados en acciones ordinarias.

Si bien la retirada de los planes para garantizar la deuda bancaria sigue debatiéndose, la retirada de la recapitalización ha comenzado ya. Los bancos estadounidenses han sido claramente los primeros en devolver el capital, a finales de marzo de 2009.

Hasta el momento han reintegrado el 16% del capital que habían recibido. Inicialmente fueron, sobre todo, los bancos más pequeños los que empezaron a restituir el capital público. Solo después de que se conociera el resultado de las pruebas de estrés llevadas a cabo por las autoridades estadounidenses recibieron permiso los grandes bancos para devolver el capital al Tesoro de Estados Unidos, lo que explica la oleada de devoluciones observada en junio de 2009.

En la Unión Europea, Lloyds TSB fue el primer banco en emitir nuevas acciones para poder restituir el capital (4,4 mm de euros) al Estado, en junio de 2009. A esta emisión le siguió la venta de 4 mm de euros en acciones de UBS en poder del Gobierno suizo en agosto de 2009. En el otoño de ese mismo año, varios grandes bancos franceses anunciaron su intención de devolver las inyecciones de capital recibidas del Estado. Estas devoluciones ascienden a más de la mitad del importe total de capital público inyectado a las entidades de crédito en Francia. Estos acontecimientos indican que la retirada de los planes públicos también está en marcha en la Unión Europea.

En general, los acontecimientos recientes parecen indicar que los incentivos establecidos por los Gobiernos para inducir la pronta devolución del capital recibido han sido eficaces en el caso de los bancos solventes. Una retirada temprana es posible, generalmente, en el caso de las entidades que se han visto menos afectadas por la crisis financiera o que han conseguido una rápida recuperación. La mejora de los beneficios ha facilitado la obtención de nuevo capital en el mercado y la retención de los beneficios para devolver la ayuda pública. No obstante, a otros bancos que han recibido el apoyo público les resultará mucho más difícil devolver esta ayuda. De hecho, el incentivo para restituir pronto el capital podría ser muy ineficaz en el caso de las entidades de crédito que no pueden obtener fondos en los mercados privados ni retener beneficios. En esos casos, las alternativas para lograr la devolución son más limitadas y podrían tener que reducir su endeudamiento o vender uni-

27 Véase <http://www.fdic.gov/regulations/resources/TLGP/faq.html>.

dades de negocio. En última instancia, la restitución del capital por parte de estos bancos requeriría mucho más tiempo. Cabe observar, asimismo, que los bancos que financian la devolución del capital mediante el desapalancamiento podrían reducir sus actividades crediticias, contribuyendo con ello a posibles restricciones de crédito para la economía real. Además, el ejemplo de Suiza muestra que los Gobiernos pueden también tratar de aplicar estrategias activas de retirada a través de la venta de sus participaciones. Sin embargo, ello exige un aumento suficiente del precio de las acciones, con el fin de proteger los intereses de los contribuyentes, y mercados que sean capaces de absorber las importantes participaciones del Estado.

#### RETIRADA DEL APOYO A LOS ACTIVOS

La mayor parte del apoyo a los activos se ha concedido a través de medidas ad hoc diseñadas específicamente para entidades concretas. Los programas son escasos y únicamente se han establecido en los últimos meses (en Irlanda, Alemania y Estados Unidos). La aplicación de medidas en apoyo de entidades concretas en virtud de estos programas sigue en marcha. Normalmente se anuncia un plazo de inscripción durante el cual las entidades financieras admitidas pueden acogerse al programa. Después de que se haya terminado el plazo, el programa se da por cerrado y el acceso ya no es posible.

Como el apoyo a los activos se concede para toda la vida de los activos subyacentes, las medidas de apoyo a los activos generalmente se autoliquidan. Sin embargo, conviene mencionar que, debido al largo plazo de vencimiento de los activos subyacentes, estas medidas se mantendrán durante un período considerable.

En principio, las medidas de apoyo a los activos pueden finalizar antes de que venzan los activos subyacentes. En el caso de las medidas de eliminación de activos, el gestor de los activos —ya sea un inversor privado (por ejemplo, en virtud del PPIP en Estados Unidos) o una agencia pública (por ejemplo, la NAMA en Irlanda)— puede venderlos cuando mejoran los precios de mercado. En el caso de las medidas de aseguramiento de los ac-

tivos, donde los activos se acotan y se mantienen en el balance de la entidad financiera, esta puede dar por concluido el acuerdo de garantía. Hasta el momento no se ha producido una retirada temprana de este tipo, pero las medidas se acaban de introducir. Lo que se ha observado, sin embargo, es la retirada de algunos bancos de las medidas que se habían anunciado, pero que no se habían puesto en marcha. En Estados Unidos, tras la publicación de los resultados del *Supervisory Capital Assessment Program*, el Bank of America anunció que no pensaba seguir adelante con las medidas de aseguramiento de los activos acordada con el Tesoro de Estados Unidos, la Reserva Federal y el FDIC. Así pues, el mecanismo de acotación de activos se abandonó sin haberse puesto en práctica, y el Bank of America pagó una comisión de 425 mm de dólares a las autoridades en septiembre de 2009 a cambio de la protección implícita que ya se le había proporcionado desde que se anunciara el acuerdo de aseguramiento de activos. En el Reino Unido, Lloyds se retiró en noviembre de 2009 del acuerdo alcanzado con el Gobierno en marzo de 2009 para compartir las pérdidas derivadas de un conjunto de activos por importe de 260 mm de libras esterlinas, ya que, debido a la mejora de las condiciones de los mercados, pudo obtener capital suficiente para cubrir las posibles pérdidas derivadas de este mismo conjunto de activos. Lloyds pagó al Gobierno una comisión de 2,5 mm de libras esterlinas para retirarse del acuerdo.

En resumen, la retirada de las medidas de apoyo a los activos podría ser menos complicada que su introducción. Sin embargo, aún no ha entrado a formar parte del debate político actual, pues estas medidas se han introducido hace poco tiempo o se están empezando a aplicar en estos momentos.

#### 5 CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Las amplias medidas de apoyo público al sector financiero han constituido un elemento clave en la gestión de la crisis. Por lo que respecta a las medidas utilizadas, las respuestas de la Unión Europea a la crisis han sido prácticamente similares a las de Estados Unidos. En primer lugar, los Gobiernos

de la UE y de Estados Unidos han empleado instrumentos similares (avales públicos, inyecciones de capital y de liquidez y protección de activos). En segundo lugar, además de la semejanza en cuanto a su alcance, las medidas también han sido similares en su magnitud. Al igual que la Unión Europea, Estados Unidos ha recurrido a una mezcla de medidas ad hoc dirigidas a entidades concretas y de planes que abordaban las necesidades de carácter más amplio del sistema financiero. No obstante, también existen diferencias importantes. Los cuantiosos reembolsos de capital efectuados hasta la fecha por los bancos estadounidenses han constituido una diferencia fundamental. Ello puede atribuirse, en parte, al hecho de que las inyecciones de capital fueron obligatorias en el caso de los grandes bancos estadounidenses, mientras que en Europa la ayuda en forma de capital ha sido, por lo general, voluntaria. En Francia, donde las inyecciones de capital también han sido obligatorias, las entidades de crédito han comenzado a devolver importes considerables del capital que han recibido.

En la Unión Europea se han puesto de manifiesto sustanciales diferencias en cuanto a las respuestas dadas a la crisis. Estas diferencias reflejan, en parte, la magnitud de los problemas afrontados por cada uno de los sistemas bancarios, el grado en el que los sistemas bancarios están expuestos a activos problemáticos y, posiblemente, las restricciones presupuestarias del sector público que imponen límites a los compromisos. Más concretamente, una serie de

países europeos han establecidos planes para abordar los problemas de sus sistemas financieros, mientras que muchos otros han recurrido a medidas ad hoc para entidades concretas. Dada la amplia variedad de enfoques existentes en Europa, Estados Unidos se encuentra, naturalmente, en algún lugar intermedio. Un ejemplo que cabe citar es la ampliación de la garantía de los depósitos hasta 250.000 dólares en Estados Unidos, que parece una cobertura elevada si se compara con la media de los estándares europeos, pero que es pequeña en relación con las garantías ilimitadas concedidas en algunos países de la UE.

De la experiencia de la concesión de ayudas públicas al sector financiero pueden extraerse varias lecciones para el futuro. La primera de ellas se refiere al hecho de que, si bien el proceso de coordinación de la UE ha funcionado, en general, de manera eficiente, aún hay margen de maniobra para mejorar la coordinación pública con el fin de abordar los problemas de insolvencia de las entidades financieras transfronterizas. En segundo lugar, existe la necesidad de mayor uniformidad en cuanto a los instrumentos y los enfoques utilizados en la gestión y resolución de crisis. En tercer lugar, es preciso limitar cualquier comportamiento de riesgo moral por parte de los participantes en los mercados como resultado del apoyo proporcionado por el sector público. Todas estas cuestiones son objeto de atención a nivel internacional y europeo.

# PERSPECTIVAS DE LOS DESEQUILIBRIOS REALES Y FINANCIEROS Y REEQUILIBRIO A ESCALA MUNDIAL

## ARTÍCULOS

Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial

*El presente artículo tiene por objeto arrojar luz sobre los desequilibrios reales y financieros globales, que han ocupado el centro del debate de la política económica internacional desde hace algún tiempo y probablemente seguirán haciéndolo en los próximos años. A tal efecto, se presta una especial atención a la relación que existe entre la acumulación de estos desequilibrios —en los años anteriores a la eclosión de la crisis— y la propia crisis financiera, y a los desafíos y riesgos que se le plantean a la economía mundial para hacer frente a los desequilibrios en el futuro. En el artículo se analiza también la nueva agenda política internacional para reequilibrar la situación propuesta en la cumbre del G 20 en Pittsburgh en septiembre de 2009, especialmente a través del Marco del G 20 para un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado, y se analiza por qué este marco será importante para la economía mundial en el futuro.*

*En el artículo se perfilan tres puntos principales. En primer lugar, se demuestra que la acumulación de grandes desequilibrios reales y financieros a escala mundial fue uno de los primeros síntomas de la crisis y que refleja, además, causas comunes, en particular las políticas incompatibles con posiciones exteriores sostenibles, tanto en las economías deficitarias como en las superavitarias. En segundo lugar, se analiza cómo la posterior reducción de los desequilibrios globales por cuenta corriente, asociada a la crisis, parece ser, en gran medida, de carácter cíclico y podría revertirse a medida que la recuperación económica mundial cobre fuerza, suponiendo que no se modifiquen las políticas. En tercer lugar, de cara al futuro, si reaparecen los desequilibrios reales y financieros globales y no se reequilibran suficientemente los patrones de crecimiento mundiales, los riesgos para la economía mundial podrían seguir siendo sustanciales, a menos que se realicen ajustes rigurosos de las políticas estructurales en las economías que anteriormente registraban grandes desequilibrios externos.*

*Al respecto, el artículo concluye señalando la importancia de que las principales economías superavitarias o deficitarias pongan en práctica los compromisos suscritos en la Cumbre del G 20 celebrada en Pittsburgh para reequilibrar los patrones mundiales de demanda y lograr una reducción duradera y ordenada de los desequilibrios globales en el futuro.*

## I INTRODUCCIÓN

Los desequilibrios reales y financieros globales han ocupado el centro del debate de la política económica internacional desde hace algún tiempo y probablemente seguirán haciéndolo en los próximos años. No es sorprendente que la economía mundial se caracterice por diferencias entre países en cuanto al ahorro y la inversión, tanto de las Administraciones Públicas como de los hogares y las empresas. Por definición, esas diferencias se reflejan a nivel externo en la cuenta corriente mundial y en la estructura de los flujos de capital, que, en última instancia, tienen su origen en diversos factores cíclicos y estructurales.

Estas diferencias no son, necesariamente, un motivo de preocupación, siempre y cuando sean sostenibles y reflejen mecanismos de mercado. Por el contrario,

comienzan a ser preocupantes para las autoridades y requieren medidas correctivas cuando son el resultado de distorsiones o se estima que entrañan riesgos notables para la economía mundial, incluida la posibilidad de una corrección desordenada. A este respecto, muchos observadores, incluido el BCE<sup>1</sup>, han identificado la acumulación de grandes desequilibrios reales y financieros en los años anteriores al

1 Por ejemplo, ya en diciembre de 2002 se indicaba en el editorial del Boletín Mensual que «la persistencia de desequilibrios en todo el mundo tiene repercusiones adversas sobre la confianza», y, en enero de 2004, se hacía hincapié en el editorial en que «la incertidumbre sigue estando relacionada con los persistentes desequilibrios exteriores en determinadas regiones del mundo y su posible repercusión sobre la sostenibilidad del crecimiento de la economía global», y en que dichos desequilibrios constituyen un desafío al que ha de hacerse frente con políticas macroeconómicas sostenibles y con reformas estructurales «que propicien un equilibrio firme entre ahorro e inversión en los principales países con los que se mantienen relaciones económicas, aumenten el producto potencial de la zona del euro y estimulen la expansión del comercio de bienes y servicios a escala mundial».



estallido de la crisis como uno de los principales riesgos para la economía mundial.

La crisis se ha asociado a una reducción de estos desequilibrios, pero el fenómeno puede revertir a su estado original a medida que la crisis se acerque a su fin. Por lo tanto, la imagen subyacente apunta todavía a la persistencia de unos desequilibrios globales que continúan representando un riesgo importante para la economía mundial.

El presente artículo persigue un triple objetivo. En primer lugar, determinar por qué la acumulación de desequilibrios globales en el pasado era insostenible y por qué dio lugar a riesgos importantes para la economía mundial (véase sección 1). En segundo lugar, se trata de mostrar el carácter parcial y transitorio de la reducción de los desequilibrios que se ha producido durante la crisis y las perspectivas de que, más adelante, vuelvan a aumentar (véase sección 2). En tercer lugar, se pasa revista al programa de política internacional para alcanzar un reequilibrio mundial, especialmente bajo los auspicios del G 20, que tiene por objeto lograr una corrección duradera y ordenada de los desequilibrios globales, así como una recuperación mundial sostenida (véase sección 3).

## 2 LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA CRISIS

En esta sección se pasa revista a las principales características de los desequilibrios globales en los años que precedieron a la crisis, así como al debate que rodea a la naturaleza de la relación que existe entre la acumulación de desequilibrios y la propia crisis.

### 2.1 EVOLUCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES DESDE MEDIADOS DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

En una economía globalizada, las diferencias entre países en las pautas de ahorro e inversión de los sectores privado y oficial se reflejan en los desequilibrios externos, que aumentan o disminuyen a lo largo del tiempo al compás de las decisiones de los agentes económicos y no necesariamente

han de ser un motivo de inquietud para la economía mundial. Sin embargo, cuando esos desequilibrios reflejan distorsiones o entrañan riesgos para la economía mundial, sí han de considerarse como una causa de preocupación.

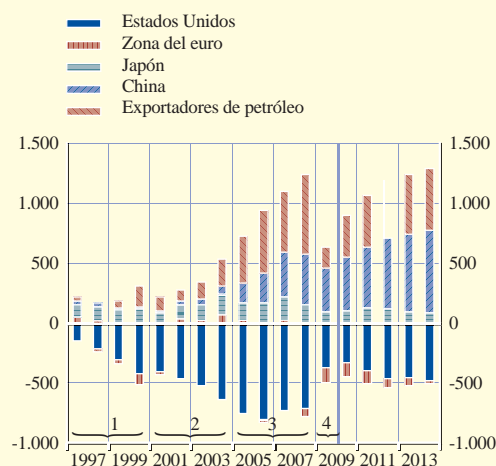
Al examinar la evolución de las posiciones en la cuenta corriente mundial de las principales economías superavitarias o deficitarias en los quince últimos años, destacan en realidad varios períodos, de lo que se deduce que el carácter de los desequilibrios ha variado y que, en cada período, han influido distintos factores y contextos económicos. Según Blanchard y Milesi-Ferretti (2009)<sup>2</sup>, la evolución de los desequilibrios globales desde mediados de la década de los noventa se caracteriza por cuatro grandes períodos (véase gráfico 1).

Durante el primer período, que abarca desde 1996 hasta 2000, las divergencias en las posiciones de la cuenta corriente entre las principales economías superavitarias o deficitarias estuvieron determinadas, en gran medida, por las diferencias en la ren-

2 O. Blanchard y G. M. Milesi-Ferretti (2009), «Global Imbalances: In Midstream?», IMF Staff Position Note SPN/09/29, diciembre de 2009.

**Gráfico 1 Desequilibrios en la cuenta corriente mundial desde mediados de la década de los noventa: cuatro períodos clave**

(mm de USD)



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (octubre de 2009).

Nota: La línea vertical marca la fecha de la última publicación oficial de los datos al final de 2008. A partir de entonces, el gráfico se basa en las proyecciones de los expertos del FMI.

tabilidad percibida y la reasignación de capital. Por una parte, la inversión aumentó en algunas economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, debido al auge de las empresas de alta tecnología y a las expectativas de un incremento de la productividad, lo que dio lugar a un aumento del déficit por cuenta corriente. Por otra parte, la inversión se redujo en Asia, como resultado de la crisis asiática y de la prolongada recesión en Japón, lo que hizo que aumentaran los superávits por cuenta corriente de las economías de la región.

En el segundo período, que abarca de 2001 a 2004, el ahorro se redujo en Estados Unidos, principalmente como consecuencia del deterioro del ahorro público en este país. Por un lado, el ahorro personal neto en Estados Unidos se mantuvo, en general, estable, lo que dio lugar a un nuevo aumento del déficit por cuenta corriente, a pesar de la desaceleración cíclica. Por otro lado, el panorama en las economías emergentes de Asia y Japón permaneció, en gran medida, inalterado, mientras que los exportadores de petróleo comenzaron a acumular superávits por cuenta corriente.

La evolución de las divergencias en la cuenta corriente a nivel mundial durante el tercer período, que abarca desde 2005 hasta 2008, coincidió con el período de rápido incremento de las valoraciones de los activos financieros, subida de los precios del petróleo y acumulación sostenida de las reservas por parte de los mercados emergentes. Por lo que respecta a las principales economías deficitarias, en Estados Unidos el déficit por cuenta corriente aumentó de nuevo, debido a la caída del ahorro privado (la tasa de ahorro personal se redujo por debajo del 2%), la subida de los precios de los activos financieros y los precios inmobiliarios, y el notable incremento de los flujos de capital (especialmente, los flujos de deuda). En 2006, dicho déficit alcanzó el nivel máximo de los últimos 50 años, situándose en torno al 6% del PIB. Los superávits registrados por las economías emergentes con saldos en cuenta corriente positivos aumentaron aún más, especialmente en el caso de China (que excedió del 10% del PIB) y los países exportadores de petróleo. El aumento de los superávits de estas economías también dio lugar a una acumulación sostenida de re-

servas, dado que los regímenes cambiarios de estos países no permitían una apreciación significativa frente al dólar estadounidense.

El cuarto período, que abarca desde 2008 hasta hoy y coincide con las turbulencias financieras, se ha asociado a una reducción de los desequilibrios globales. Esta reducción refleja, en gran medida, varios factores: i) un descenso de los precios de las materias primas entre mediados de 2008 y principios de 2009, que ha dado lugar a una reducción de los superávits por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo y a una reducción de la factura del petróleo que pagan las principales economías deficitarias, especialmente Estados Unidos; ii) factores relacionados con la crisis financiera, como la caída de la inversión y el consumo privado en Estados Unidos, incluidos los negativos efectos riqueza creados por las correcciones de los precios de los activos y la incertidumbre excepcionalmente alta; iii) una importante contracción de los intercambios comerciales a escala mundial, y iv) las medidas de estímulo fiscal aplicadas en China, que contribuyeron a reducir el déficit por cuenta corriente de este país en 2009.

## 2.2 RELACIÓN ENTRE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA CRISIS

La acumulación de desequilibrios globales se identificó en fechas relativamente tempranas como uno de los principales factores de riesgo para la economía mundial. Considerando la evolución de las posiciones en la cuenta corriente mundial en relación con el PIB mundial, resulta especialmente notable el aumento prácticamente ininterrumpido, en magnitudes absolutas, de los desequilibrios entre las principales economías deficitarias o superavitarias, con la excepción de la recesión de los años 2001-2002, y el máximo registrado justo antes de la crisis (véase gráfico 2)<sup>3</sup>.

La posibilidad de que esta evolución pudiera dar lugar a una corrección brusca y desordenada de

3 En términos absolutos, los saldos por cuenta corriente de las economías de importancia sistémica, considerados en cifras agregadas, alcanzaron un máximo de casi el 4% del PIB mundial en 2007. La mitad de ese importe correspondía a Estados Unidos y China.

**Gráfico 2 Balanzas por cuenta corriente en valores absolutos**

(porcentaje del PIB mundial)



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (octubre de 2009), y cálculos de los expertos del BCE.

los desequilibrios<sup>4</sup> suscitó cierta inquietud y se alcanzó un consenso sobre la necesidad de un ajuste inducido por las políticas públicas para evitar que se materializara esa posibilidad. La zona del euro se mantuvo en una posición muy cercana al equilibrio durante todo el período. Junto con otras grandes economías mundiales, incluidos Estados Unidos, China, Japón y Arabia Saudí (como ejemplo de los países exportadores de petróleo), la zona del euro aceptó participar en 2006-2007 en una ronda de «consultas multilaterales», auspiciada por el FMI, para acordar políticas encaminadas a lograr una corrección ordenada de los desequilibrios acumulados y, al mismo tiempo, mantener la sólida tasa de crecimiento económico mundial observada durante la primera mitad de la década de 2000. Los participantes llegaron a un acuerdo sobre las medidas correctivas que era necesario aplicar<sup>5</sup>. Desafortunadamente, las medidas no se aplicaron con suficiente contundencia en cada país y los desequilibrios globales no comenzaron a reducirse hasta el momento en que se produjo la desaceleración económica mundial previa a la crisis financiera<sup>6</sup>.

Casi tres años después del inicio de las turbulencias financieras, la naturaleza de la relación entre la acumulación de grandes desequilibrios globales y la crisis financiera sigue siendo objeto de intenso debate por parte de los observadores. Algunos estiman que dichos desequilibrios no guardan re-

lación con la crisis y consideran que esta es atribuible, principalmente, a fallas en materia de regulación y supervisión.

A juicio de otros, los desequilibrios globales no son más que un efecto amplificador de los mecanismos que, en última instancia, desencadenaron la crisis<sup>7</sup>. Se argumenta que, en gran medida, los bonos del Tesoro de Estados Unidos se consideraban el principal depósito de valor del que disponían los mercados emergentes, dada su falta de desarrollo financiero, lo que, unido a la insuficiente oferta de activos seguros a escala mundial, presionó al sistema financiero estadounidense para crear esa clase de activos mediante la titulación de instrumentos de riesgo cada vez mayor. Otros opinan que los desequilibrios globales fueron los principales factores determinantes de la crisis en la medida en que crearon las condiciones macroeconómicas que condujeron a ella, como se refleja en las grandes brechas entre ahorro e inversión presentes en algunas economías avanzadas, los flujos financieros provenientes de economías menos desarrolladas para financiar esas brechas (contrariamente a lo que postulan las teorías económicas) y las bajas primas de riesgo, que se tradujeron en un bajo coste de la financiación y una búsqueda de rentabilidad en todo el mundo<sup>8</sup>.

4 Como se mencionó anteriormente en la edición de septiembre de 2005 de Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, así como en diversos trabajos académicos; véase M. Obstfeld y K. Rogoff (2005), «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 67-123.

5 Véase «IMF's International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation», Comunicado de prensa n.º 07/72, FMI, 14 de abril de 2007.

6 Véase una panorámica de los principales factores y de la evolución de los desequilibrios reales y financieros globales en T. Bracke, M. Bussiere, M. Fidora y R. Straub (2008), «A framework for assessing global imbalances», *Occasional Paper del BCE* n.º 78, enero de 2008.

7 Caballero et ál (2008) sostienen que existe una estrecha relación entre la persistencia de los desequilibrios globales, la crisis financiera y la volatilidad de los precios del petróleo y de los activos, y opinan que todos ellos tienen su origen en un entorno mundial en el que la oferta de activos financieros seguros y líquidos es escasa. Desde esta perspectiva, los desequilibrios de base no eran desequilibrios globales, sino «un desequilibrio de activos seguros». Véase R. J. Caballero, E. Farhi y P. O. Gourinchas (2008), «Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances», documento de trabajo n.º 14521 del NBER, publicado en diciembre de 2008, y R. J. Caballero (2009), «The Other Imbalance and the Financial Crisis», preparado para la Conferencia Paolo Baffi, pronunciada en la Banca d'Italia el 10 de diciembre de 2009.

8 Véase R. Portes (2009), «Global Imbalances», *London Business School* y CEPR, febrero de 2009.

Finalmente, se puede considerar que los desequilibrios globales y la crisis reflejan causas comunes, a saber, políticas incompatibles con el mantenimiento de posiciones externas sostenibles, tanto en las economías deficitarias como en las superavitarias<sup>9</sup>. Entre ellas, cabe señalar la insuficiente orientación a medio plazo hacia la estabilidad y la sostenibilidad de las políticas macroeconómicas, la falta de mecanismos de autodisciplina y ajuste temprano en los países con posiciones externas insostenibles, la facilidad para obtener recursos que permitieran la financiación del déficit exterior, debido a una oleada sin precedentes de innovación y globalización financieras, y una insuficiente evaluación del riesgo en las distorsiones que estaban contribuyendo al aumento de los desequilibrios globales, incluida la rigidez de los regímenes cambiarios de algunas economías superavitarias.

Los observadores no solo estuvieron en desacuerdo respecto a la relación entre la crisis y la corrección de los desequilibrios globales, sino también en cuanto a la naturaleza de una posible corrección. De hecho, la gran mayoría esperaba que el ajuste de dichos desequilibrios, de producirse, tuviera su origen principalmente en el tipo de cambio. Concretamente, las simulaciones, basadas en los modelos, de un «ajuste brusco y desordenado» de los desequilibrios globales, diseñadas en los años anteriores a la crisis<sup>10</sup>, se fundamentaban, en gran medida, en un descenso súbito de la demanda de activos estadounidenses, en un ajuste correspondiente del dólar y, en última instancia, en una corrección del producto y de la balanza comercial de Estados Unidos, en consonancia con las contribuciones de varios académicos influyentes<sup>11</sup>.

No obstante, esta línea de razonamiento fue cuestionada antes de la crisis por varios motivos. En primer lugar, algunos sostenían que un ajuste de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos no tenía que pasar necesariamente por el tipo de cambio, sino que también podía conseguirse con ajustes por el lado de la oferta. Por ejemplo, este tipo de ajuste podría realizarse igualmente si las economías deficitarias produjeran más bienes exportables<sup>12</sup>. La evidencia empírica también puso en tela de juicio la opinión de que el tipo de cambio

es un instrumento muy eficaz para lograr el ajuste. Al parecer, las considerables fluctuaciones de los tipos de cambio no fueron uno de los principales cauces para el ajuste en anteriores episodios históricos de fuertes desequilibrios por cuenta corriente, en los que los ajustes se apoyaron más en las variaciones relativas de los precios de los activos financieros y los inmuebles que en las variaciones de los tipos de cambio.

En este contexto, al intensificarse la crisis financiera entre septiembre de 2008 y marzo de 2009, las fluctuaciones globales de los tipos de cambio, que entonces estuvieron determinadas, en gran medida, por la búsqueda de activos más líquidos y de mejor calidad denominados en dólares estadounidenses y por una notable repatriación de capitales hacia Estados Unidos, resultaban contradictorias con anteriores escenarios de ajuste de los desequilibrios globales a través de los tipos de cambio.

Centrando la atención en los factores de demanda, desde los bienes importados hasta los bienes producidos dentro del país, se ha observado en estudios recientes que la reducción del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos sigue una trayectoria paralela a un fuerte ajuste de los tipos de cambio. Desde una perspectiva de más largo plazo, basada en el papel que desempeñan los factores de oferta en el proceso de ajuste (que conduce a una mayor producción de bienes comerciables), otros observadores sostienen que las medidas de política encaminadas a estimular una reacción por el lado de la oferta facilitarían el ajuste de la balanza de pagos al reducir la dependencia exclu-

- 9 M. Obstfeld y K. Rogoff (2009), «Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes», CEPR Discussion Papers n.º 7606, diciembre de 2009. Véase también Lorenzo Bini Smaghi (2008), «The financial crisis and global imbalances: two sides of the same coin», discurso pronunciado ante el Foro Económico Asia Europa, Beijing, 9 de diciembre de 2008, que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).
- 10 Presentado, por ejemplo, en la edición de septiembre de 2005 de *Perspectivas de la Economía Mundial*, del FMI.
- 11 M. Obstfeld y K. Rogoff (2005), «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity* (1), 67-123.
- 12 Véase M. Fidora, M. Fratzscher y C. Thimann (2007), «Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility», *Journal of International Money and Finance*, 26, junio de 2007, 631-655.

siva de las variaciones de la demanda y de los tipos de cambio, considerando que estas últimas podrían resultar desestabilizadoras para el sistema financiero mundial<sup>13</sup>. Algunos consideran que las notables fluctuaciones de los tipos de cambio no son necesariamente un elemento clave en el ajuste de los abultados desequilibrios actuales por cuenta corriente y que, concretamente, las variaciones relativas de los precios mundiales de los activos podrían ser un medio más eficaz para lograr el ajuste<sup>14</sup>.

### 3 PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS

Desde el estallido de la crisis, los desequilibrios globales se han reducido, pero probablemente esa reducción será transitoria en la medida en que ha tenido su origen en factores cíclicos que podrían revertirse a partir de 2010. Por una parte, se preveía que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se redujera hasta el -2,6% del PIB en 2009 (la mitad del máximo registrado en 2006) y se estabilizara en torno al -2,7% en 2014 (véase cuadro 1). No obstante, aunque se previó un ligero aumento de dicho déficit en la fase de recuperación, su magnitud no debería ser comparable con las de anteriores recesiones. Por otra parte, se esperaba que el superávit por cuenta corriente de China se hubiera reducido a finales de 2009 hasta alrededor de un 6% del PIB (desde casi un 10% antes de la crisis) y que, en el caso de los

países exportadores de petróleo, el superávit experimentase una considerable contracción (véase cuadro 1).

Una de las principales razones del aumento previsto de los desequilibrios globales es que los factores cíclicos que dieron lugar a una reducción transitoria de los mismos ya están revirtiendo su tendencia. Entre esos factores, cabe mencionar el impacto de: i) el repunte de los precios del petróleo y de las materias primas sobre el superávit de los países exportadores de petróleo y sobre el déficit de los importadores netos de petróleo; ii) la reducción de los efectos riqueza negativos asociados a la evolución de los mercados inmobiliarios estadounidenses y de los mercados de renta variable mundiales, que probablemente afectará de forma negativa al ahorro privado en Estados Unidos, y iii) la reactivación del crecimiento y del comercio mundiales. Concretamente, en Estados Unidos, que es la principal economía deficitaria, las perspectivas del ahorro público y privado siguen siendo inciertas,

- 13 Para más información sobre el canal de demanda, véase M. Obstfeld y K. Rogoff (2009), «Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes», CEPR Discussion Papers n.º 7606, diciembre de 2009. En cuanto a los efectos por el lado de la oferta, véase P. Engler, M. Fidora y C. Thimann (2009), «External adjustment and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment», *Review of International Economics*, vol. 17(5), noviembre de 2009.
- 14 M. Fratzscher, L. Juvenal y L. Sarno (2009), «Asset prices, exchange rates and the current account», *European Economic Review*, diciembre de 2009.

**Cuadro 1 Balanza por cuenta corriente de algunas economías**

(porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009 (p)	2014 (p)
<b>Mundo</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>
Estados Unidos	-6,0	-5,2	-4,9	-2,6	-2,7
Zona del euro	-0,1	0,1	-0,5	-1,0	-0,2
Japón	3,9	4,8	3,2	1,9	1,5
Reino Unido	-3,3	-2,7	-1,7	-2,0	-2,0
Canadá	1,4	1,0	0,5	-2,6	0,9
<b>Mercados emergentes y países en desarrollo</b>	<b>5,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>	<b>3,6</b>
<b>Economías emergentes de Asia</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>
China	9,5	11,0	9,8	7,8	8,4
India	-1,1	-1,0	-2,2	-2,2	-1,8
<b>Países exportadores de petróleo</b>	<b>16,3</b>	<b>12,9</b>	<b>13,3</b>	<b>4,2</b>	<b>8,0</b>

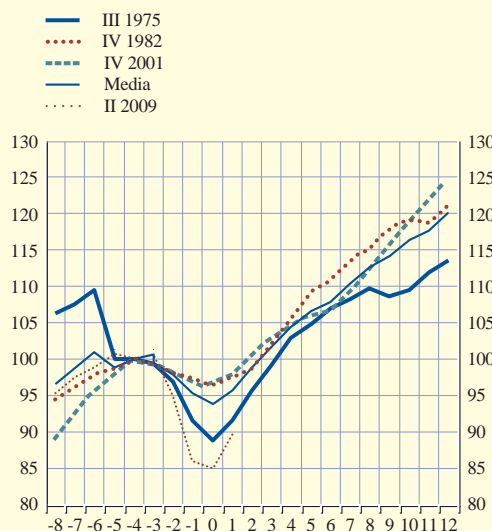
Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI, octubre de 2009.

ya que no se sabe si el ahorro privado continuará creciendo en consonancia con la necesidad que tienen los hogares y las empresas de reconstituir su situación patrimonial tras el desplome de los precios de los activos financieros e inmobiliarios. Así pues, las perspectivas de la economía estadounidense están condicionadas a que los hogares mejoren su situación patrimonial y a que se mantenga la atonía en el mercado de trabajo. Se prevé que el incremento del ahorro privado en Estados Unidos tendrá repercusiones negativas tanto para la actividad económica mundial como para el comercio internacional.

En realidad, es de prever que la reactivación del comercio internacional a partir del verano de 2009 se traduzca en un aumento mecánico de los desequilibrios globales y también de los desequilibrios por cuenta corriente. La contracción del comercio mundial a raíz de la quiebra de Lehman Brothers reflejó principalmente: i) una reducción significativa de la demanda mundial y el retraso, por parte de los agentes privados, de las compras de bienes de consumo duradero, dados los niveles inusualmente altos de incertidumbre; ii) la amplificación de esta perturbación a través de las cadenas de producción internacionales, y iii) las tensiones en la financiación del comercio mundial, que contribuyeron a aumentar la incertidumbre. No obstante, como sugiere la experiencia histórica, el impacto de estos factores sobre el comercio podría revertirse con bastante rapidez, a medida que la recuperación económica mundial cobre impulso. Los tres principales episodios de contracción del comercio mundial, posteriores a 1945, vinieron seguidos, sin excepción, de rápidas recuperaciones (véase gráfico 3). Baldwin y Taglioni (2009), utilizando la capacidad de ajuste de estos episodios para proyectar la recuperación esperada de las exportaciones y las importaciones en los dos años siguientes a mediados de 2009, sugieren que los desequilibrios externos podrían volver a aumentar rápidamente en las principales economías deficitarias o superavitarias en ausencia de cualquier otro cambio estructural importante o de ajustes de los tipos de cambio reales (véase gráfico 4). La reducción de los desequilibrios también puede explicarse mecáni-

**Gráfico 3 Evolución de las importaciones mundiales durante los principales episodios de contracción del comercio mundial**

(cuatro trimestres antes del mínimo = 100)

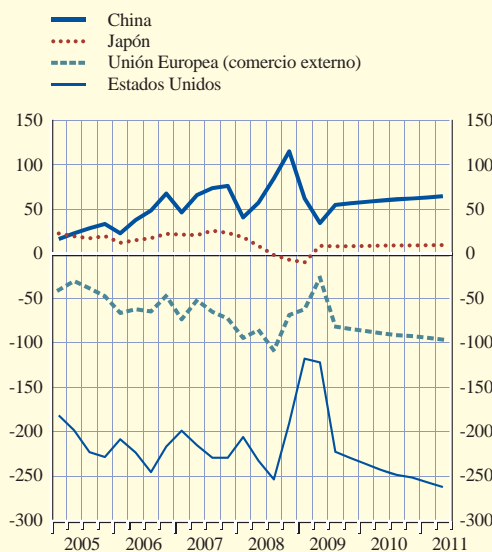


Fuentes: OCDE (datos mensuales reales de comercio exterior).

camente por la caída del comercio mundial, y es probable que dichos desequilibrios reaparezcan a

**Gráfico 4 Simulación de la evolución de la balanza comercial de la Unión Europea y principales economías superavitarias o deficitarias**

(mm de USD)



Fuentes: OCDE (datos mensuales reales de comercio exterior).

medida que este se recupere<sup>15</sup>. No obstante, el crecimiento del comercio será probablemente menos dinámico que antes de 2008, y no se prevé que, antes de 2011, alcance de nuevo los niveles previos a la crisis.

Otra razón importante por la que los desequilibrios globales podrían volver a aumentar en el futuro es que los principales factores estructurales que dieron lugar a la acumulación inicial de desequilibrios probablemente se mantendrán en gran medida y, por lo tanto, no podrán compensar un aumento de los desequilibrios inducido por el ciclo económico. En esas circunstancias, es necesario ajustar las políticas estructurales para garantizar una reducción duradera y ordenada de los desequilibrios. Estos ajustes deberían realizarse lo antes posible, dados los habituales desfases que se requieren normalmente para que produzca un impacto tangible sobre las respectivas posiciones en cuenta corriente.

Por lo que respecta a las economías superavitarias, las limitadas redes de protección social en los mercados emergentes de Asia continúan estimulando el ahorro interno; además, la falta de desarrollo financiero de estas economías sigue siendo un incentivo para canalizar ahorro interno hacia el exterior. Cabría pensar que las omnipresentes restricciones a las salidas de capital privado que afectan a algunas economías podrían reducir aún más la escala de esas exportaciones de ahorro interno.

Otro motivo por el que las economías emergentes de Asia podrían seguir registrando abultados superávits por cuenta corriente en el futuro es la preferencia de algunos de estos países por las exportaciones como principal motor del crecimiento. Hay que reconocer que las autoridades de algunos de estos países son cada vez más conscientes de la necesidad de modificar los patrones de crecimiento interno reduciendo su dependencia del sector de exportaciones y fortaleciendo la demanda, y están debatiendo reformas que puedan contribuir en esa dirección. No obstante, como ya se indicó anteriormente, hace falta tiempo para que estos cambios en los patrones de creci-

miento se lleven a la práctica y produzcan resultados eficaces.

Otro aspecto que hay que considerar es que, desde la perspectiva de los mercados emergentes que son grandes tenedores de reservas, podría interpretarse que la crisis financiera ha reivindicado la utilidad de acumular *stocks* de reservas incluso mayores como medio de autoprotección frente al riesgo de futuras crisis, aunque habría que distinguir entre el uso de dichas reservas para proporcionar liquidez en divisas y otros usos posibles, como la provisión de financiación para las políticas de estímulo presupuestario, como es el caso en algunos países. A este respecto, cabe señalar que las tenencias de reservas de las economías emergentes ya eran más elevadas en el tercer trimestre de 2009 que antes de la intensificación de la crisis en el tercer trimestre de 2008, aunque varias de estas economías tuvieron que utilizar una gran proporción de sus reservas para respaldar sus monedas a finales de 2008 y principios de 2009 (véase cuadro 2).

Por último, un factor estructural que sugeriría que los desequilibrios globales podrían volver a aumentar en el futuro tiene relación con la asimetría en los patrones de crecimiento mundiales. Concretamente, al atenuarse la crisis, han aumentado los diferenciales de crecimiento entre las principales economías que registran superávits o déficits exteriores, con las economías emergentes de Asia a la cabeza de la recuperación. El gráfico 5 muestra que los mercados emergentes, con su crecimiento orientado a las exportaciones, se han convertido gradualmente en una fuente de crecimiento mundial cada vez más importante desde la década de los ochenta, y el FMI prevé que seguirán siéndolo en los próximos años. Ello podría afectar a las divergencias en las posiciones de la cuenta corriente a escala mundial, dado que, entre todas las regiones, el superávit de las economías emergentes de Asia es el que menos se ha corregido desde la eclosión de la crisis.

15 Como señalan R. Baldwin y D. Taglioni (2009), «The illusion of improving global imbalances», 14 de noviembre de 2009 (<http://www.voxeu.org>), así como Paul Krugman en su reseña de este trabajo en «World Out of Balance», The New York Times, 15 de noviembre de 2009 (<http://nytimes.com>).

**Cuadro 2 Reservas exteriores de algunos mercados emergentes**

(mm de USD)

	IV 2008	I 2009	II 2009	III 2009
<b>Todas las economías emergentes</b>	<b>4.265</b>	<b>4.175</b>	<b>4.483</b>	<b>4.738</b>
<b>Economías emergentes de Asia</b>	<b>3.321</b>	<b>3.337</b>	<b>3.608</b>	<b>3.836</b>
China	1.946	1.954	2.132	2.273
India	247	241	254	264
Corea	200	206	231	249
<b>Países vecinos de la UE</b>	<b>536</b>	<b>458</b>	<b>491</b>	<b>500</b>
Rusia	406	334	365	368
<b>América Latina</b>	<b>408</b>	<b>379</b>	<b>384</b>	<b>401</b>
Brasil	191	188	196	211

Fuentes: International Financial Statistics (FMI) y datos de fuentes nacionales.

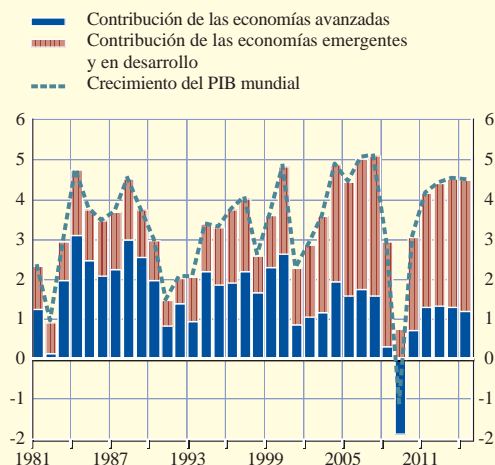
Notas: Las cifras no incluyen los activos financieros en poder de entidades públicas distintas de bancos centrales, como los fondos soberanos, ni las tenencias de activos exteriores de entidades privadas. Los «países vecinos de la UE» comprenden Rusia y los países europeos miembros de la CEI, los países de las riberas meridional y oriental del Mediterráneo, Oriente Medio y África subsahariana.

De cara al futuro, la reaparición de desequilibrios reales y financieros a escala mundial y el limitado reequilibrio de los patrones de crecimiento mundial podrían dar lugar a importantes riesgos adicionales para la economía mundial si no se adoptan a tiempo las oportunas medidas correctivas. Con la recuperación mundial, se puede contemplar, por un lado, un retorno al anterior escenario de altas tasas de crecimiento, en el que los superávits de las economías emergentes de Asia aumentarían de nuevo en paralelo con un incremento de las exportaciones. Por otro lado, los

déficits de las economías avanzadas podrían volver a aumentar, especialmente si no se reducen con determinación los déficits del sector público. Estas situaciones darían lugar, nuevamente, a un incremento de los desequilibrios anteriores, lo que crearía nuevos riesgos para la economía mundial. La alternativa, un escenario de bajo crecimiento, basado en el supuesto de que se reduzca el crecimiento potencial en las economías avanzadas que salgan de la crisis, daría como resultado una cierta reducción de los desequilibrios, pero también un crecimiento mundial mucho menor, ya que el modelo de exportación de los mercados emergentes se tambalearía. Así pues, tanto las economías desarrolladas como las emergentes deberían esforzarse en encontrar una alternativa que permita más crecimiento y menos desequilibrios. Este objetivo se aborda en la siguiente sección.

**Gráfico 5 Crecimiento del producto real mundial**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI (octubre de 2009), y cálculos de los expertos del BCE.

## 4 PROGRAMA INTERNACIONAL DE MEDIDAS PARA UN REEQUILIBRIO MUNDIAL

### 4.1 EL MARCO DEL G 20

Para hacer frente a estos desafíos y lograr una reducción ordenada y duradera de los desequilibrios reales y financieros globales, así como una recuperación mundial sostenida, los líderes del G 20 decidieron en su reunión cumbre celebrada en Pittsburgh en septiembre de 2009 desarrollar un «Marco para el crecimiento vigoroso, sostenible y



equilibrado», que incluye el compromiso de «fomentar un mayor equilibrio de las cuentas corrientes». El grupo G 20, que se ha designado como «el principal foro para la cooperación económica internacional», tiene por objeto reunir en su seno a las economías de importancia sistémica de todo el mundo y acordar medidas de política que puedan contribuir a cambiar los patrones de demanda mundiales y lograr un crecimiento vigoroso, sostenible y equilibrado.

Concretamente, los países miembros del G 20 que registran «déficits externos sostenidos y significativos» se comprometieron a «adoptar medidas de estímulo del ahorro privado, manteniendo al mismo tiempo la apertura de los mercados y fortaleciendo los sectores de exportación», mientras que los que registran «superávits externos sostenidos y significativos» acordaron «reforzar las fuentes nacionales de crecimiento». Dependiendo de las circunstancias de cada país, la consecución de estos objetivos podría incluir el aumento de la inversión, la reducción de las distorsiones en los mercados financieros, el estímulo de la productividad en los sectores de servicios, la mejora de las redes de protección social y la eliminación de las restricciones que obstaculizan el crecimiento de la demanda<sup>16</sup>. Se prevé que estos compromisos se reflejen en planes de política económica a medio plazo elaborados por los países miembros del G 20, planes que se evaluarán basándose en su mutua compatibilidad y, posteriormente, considerando su coherencia con el objetivo general de alcanzar «un crecimiento vigoroso, sostenible y equilibrado». El FMI y otras IFI participarán en esta evaluación, en la medida de lo necesario. El calendario del proceso de desarrollo del marco del G 20 comprende varias etapas concretas. En primer lugar, a finales de enero de 2010, los países del G 20 presentaron su marco de política, que se analizaron en febrero con el FMI a fin de aclarar las propuestas enviadas y evaluar si eran compatibles entre sí. En segundo lugar, el impacto agregado a escala mundial de los marcos y planes de política individuales se analizará, en principio, en la reunión de primavera de los ministros y gobernadores del G 20. A continuación, el FMI preparará distintos escena-

rios que se someterán a la consideración de los líderes del G 20 en junio, tras lo cual, se realizarán evaluaciones mutuas definitivas, más elaboradas, y se formularán recomendaciones de política económica más concretas, que se presentarán a la consideración de los líderes del G 20 para su aprobación en la reunión cumbre que se celebrará en Seúl en noviembre de 2010.

#### 4.2 DESAFÍOS QUE PLANTEA LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LOS COMPROMISOS DEL G 20

En este contexto, aún está por ver si se lograrán progresos significativos en las principales economías deficitarias o superavitarias en cuanto al cumplimiento de los compromisos suscritos en la Cumbre de Pittsburgh del G 20. La experiencia anterior en materia de consultas multilaterales sobre desequilibrios globales de 2006-2007 indica que las economías en cuestión no pusieron totalmente en práctica los compromisos correspondientes, de lo que se deduce que la determinación de los países participantes a la hora de cumplir efectivamente sus compromisos es un elemento clave para el éxito del proceso. En el caso del marco del G 20, el nuevo proceso se diferencia notablemente de anteriores consultas multilaterales en los siguientes aspectos: reúne a las principales partes interesadas y no sólo a unos pocos países o regiones; está impulsado al más alto nivel por los líderes del G 20, y se basa en un seguimiento entre iguales (y no en la vigilancia institucional), lo que permite el margen de maniobra necesario para que las partes ejerzan una presión mutua unas frente a otras.

En este contexto, uno de los principales obstáculos que tendrá que superar el nuevo proceso es lograr que la cooperación internacional y el inte-

16 El marco acordado en Pittsburgh se basa, en parte, en las medidas de política acordadas durante la ronda de consultas multilaterales sobre los desequilibrios globales de 2006-2007, lideradas por el FMI, entre China, la zona del euro, Japón, Estados Unidos y Arabia Saudí, así como en posteriores análisis del FMI (véase, por ejemplo, O. Blanchard, «Sustentar la recuperación mundial» Finanzas & Desarrollo, volumen 46, número 3, septiembre de 2009, y «Más allá de 2010: ¿Cómo se reequilibrará la economía mundial?», Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI, octubre de 2009).

rés común para progresar en los compromisos suscritos mantengan el impulso necesario a medida que se aproxime el final de la crisis. Además, no será fácil desarrollar una perspectiva coherente a escala mundial a partir de las contribuciones individuales de los países miembros del G 20. A este respecto, el FMI no escatimará esfuerzos para detectar incoherencias en los supuestos nacionales que presente el G 20 y analizar la compatibilidad multilateral de las respectivas presentaciones.

Otro desafío clave es evaluar la forma de mejorar las perspectivas mundiales a medio plazo mediante la adopción de medidas de política adicionales, así como de determinar qué recomendaciones, en materia de políticas, son necesarias para los grupos de países y cómo pueden esas recomendaciones traducirse en medidas específicas para cada país y aplicarse de manera sostenida. En cuanto a los compromisos de la zona del euro en materia de política económica, la mejor contribución que puede hacer la zona para reducir de forma ordenada los desequilibrios globales sigue siendo la misma que se acordó en las consultas multilaterales de 2006-2007, a saber, seguir adelante con las reformas estructurales encaminadas a aumentar la productividad y el crecimiento potencial. Esa contribución sería coherente con los objetivos del programa de reforma estructural de la UE, tanto pasado como futuro, incluidas la agenda de Lisboa y la estrategia de la UE 2020.

## 5 CONCLUSIÓN

En la presente coyuntura, los desequilibrios globales siguen representando un riesgo importante para la estabilidad macroeconómica y financiera mundial. La reducción de los desequilibrios durante la crisis ha sido parcial y es probable que, en gran medida, solo sea transitoria, suponiendo que no se produzcan cambios de política fundamentales. Es mucho lo que está en juego para evitar un ajuste desordenado en el futuro, que sería costoso para todas las economías. Por consiguiente, todas las economías deben desempeñar el papel que les corresponde para resolver esos desequilibrios de manera compatible con una recuperación mundial sostenida. Reequilibrar la economía mundial es una tarea compleja que exige un gran esfuerzo, debido principalmente a la dificultad de poner en práctica las reformas necesarias o al tiempo que las medidas estructurales pertinentes tardan en surtir efecto. No obstante, es preciso dar una respuesta importante y de alcance mundial. El compromiso adquirido por los miembros del G 20 de cumplir efectivamente lo acordado seguirá siendo la clave del éxito para lograr una corrección ordenada de los desequilibrios y una recuperación sostenible de la economía mundial. Las externalidades internacionales de las políticas económicas están aumentando en un mundo cada vez más globalizado. Por consiguiente, reviste crucial importancia fortalecer la supervisión de las políticas de las principales economías superavitarias o deficitarias, a fin de fomentar una mayor disciplina en consonancia con el proceso del G 20.

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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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

---



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,7	1,22	3,76
2009 II	8,1	5,6	4,4	-	2,1	27,7	1,31	3,99
III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	25,2	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,2	-	-0,6	20,4	0,72	3,76
2010 I	.	.	.	-	.	.	0,66	3,46
2009 Oct	11,8	2,3	0,3	0,6	-0,8	23,4	0,74	3,68
Nov	12,5	1,8	-0,3	-0,1	-0,7	19,6	0,72	3,57
Dic	12,3	1,5	-0,3	-0,2	-0,1	12,9	0,71	3,76
2010 Ene	11,5	1,9	0,1	-0,2	-0,6	13,0	0,68	3,66
Feb	10,9	1,6	-0,4	.	-0,4	.	0,66	3,49
Mar	.	.	.	.	.	.	0,64	3,46

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

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	3,3	6,1	3,5	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	3,3	-4,1	-14,9	71,0	-1,9	9,4
2009 III	-0,4	-7,8	3,0	-4,1	-14,5	70,3	-2,3	9,7
IV	0,4	-4,6	2,2	-2,2	-7,5	71,5	-2,1	9,9
2010 I	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Oct	-0,1	-6,6	-	-	-11,1	71,0	-	9,8
Nov	0,5	-4,4	-	-	-6,9	-	-	9,9
Dic	0,9	-2,9	-	-	-4,0	-	-	9,9
2010 Ene	1,0	-1,1	-	-	1,1	72,0	-	9,9
Feb	0,9	-0,5	-	-	.	-	-	10,0
Mar	1,5	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 <sup>5)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-49,4	36,0	-86,8	344,0	462,4	111,7	110,6	1,3948
2009 II	-19,5	13,1	-4,3	82,8	381,5	111,1	110,2	1,3632
III	-1,2	13,3	-24,3	83,4	430,9	112,1	110,9	1,4303
IV	7,8	17,4	0,5	48,0	462,4	113,8	112,2	1,4779
2010 I	.	.	.	.	.	108,7	106,7	1,3829
2009 Oct	-3,6	6,2	-2,0	17,1	437,9	114,3	112,8	1,4816
Nov	0,5	6,0	0,7	-16,9	463,9	114,0	112,5	1,4914
Dic	10,9	5,2	1,7	47,8	462,4	113,0	111,3	1,4614
2010 Ene	-15,0	-7,4	-7,1	-4,2	468,7	110,8	108,9	1,4272
Feb	.	.	.	.	492,6	108,0	105,9	1,3686
Mar	.	.	.	.	.	107,4	105,3	1,3569

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

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

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

	5 marzo 2010	12 marzo 2010	19 marzo 2010	26 marzo 2010
<b>Oro y derechos en oro</b>	266.919	266.919	266.920	266.919
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	197.509	197.208	198.025	198.591
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	27.755	28.287	28.375	28.461
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	16.123	15.743	16.125	15.658
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	724.920	722.849	723.427	725.409
Operaciones principales de financiación	80.455	78.402	79.032	81.062
Operaciones de financiación a plazo más largo	644.378	644.314	644.314	644.314
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	59	107	52	1
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	27	26	29	33
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	26.403	27.187	25.429	27.156
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	336.678	338.851	340.258	342.936
Valores mantenidos con fines de política monetaria	39.625	41.543	42.442	43.548
Otros valores	297.052	297.309	297.817	299.388
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	36.137	36.137	36.137	36.147
<b>Otros activos</b>	257.867	253.516	255.015	253.620
<b>Total activo</b>	<b>1.890.311</b>	<b>1.886.697</b>	<b>1.889.712</b>	<b>1.894.898</b>

### 2. Pasivo

	5 marzo 2010	12 marzo 2010	19 marzo 2010	26 marzo 2010
<b>Billetes en circulación</b>	788.372	788.133	787.725	791.340
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	423.724	422.963	418.218	413.837
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	163.966	262.649	223.079	199.900
Facilidad de depósito	259.758	160.312	195.137	213.935
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1	2	2	3
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	399	2.409	589	774
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	109.542	112.946	121.602	128.247
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	39.812	38.847	37.860	37.626
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	1.811	1.319	1.551	1.632
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	11.398	12.074	12.559	12.910
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	51.249	51.249	51.249	51.249
<b>Otros pasivos</b>	168.826	161.579	163.104	160.636
<b>Cuentas de revalorización</b>	220.213	220.213	220.213	220.213
<b>Capital y reservas</b>	74.965	74.965	75.043	76.433
<b>Total pasivo</b>	<b>1.890.311</b>	<b>1.886.697</b>	<b>1.889.712</b>	<b>1.894.898</b>

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
				Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable		
		Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			Variación		
		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 adaptación al nuevo sistema.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.



### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <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), 4)</sup>

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo			Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>5)</sup>	Tipo medio ponderado			
	1	2	3	4	5	6	7	8		
Operaciones principales de financiación										
2009 8 Dic	55.779	111	55.779	1,00	-	-	-	8		
16	52.899	125	52.899	1,00	-	-	-	7		
23	58.575	109	58.575	1,00	-	-	-	7		
30	78.647	132	78.647	1,00	-	-	-	7		
2010 6 Ene	54.023	100	54.023	1,00	-	-	-	7		
13	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	7		
20	58.020	101	58.020	1,00	-	-	-	7		
27	63.435	83	63.435	1,00	-	-	-	7		
3 Feb	55.824	74	55.824	1,00	-	-	-	7		
10	76.083	79	76.083	1,00	-	-	-	7		
17	81.935	78	81.935	1,00	-	-	-	7		
24	81.421	71	81.421	1,00	-	-	-	7		
3 Mar	80.455	65	80.455	1,00	-	-	-	7		
10	78.402	71	78.402	1,00	-	-	-	7		
17	79.032	79	79.032	1,00	-	-	-	7		
24	81.062	81	81.062	1,00	-	-	-	7		
31	78.266	73	78.266	1,00	-	-	-	7		
7 Abr	71.535	67	71.535	1,00	-	-	-	7		
Operaciones de financiación a plazo más largo										
2009 8 Dic	2.655	8	2.655	1,00	-	-	-	43		
10	2.933	9	2.933	1,00	-	-	-	91		
10	1.728	21	1.728	1,00	-	-	-	182		
17	2.558	21	2.558	1,00	-	-	-	105		
17 <sup>6)</sup>	96.937	224	96.937	-	-	-	-	371		
2010 20 Ene	5.739	7	5.739	1,00	-	-	-	21		
28	3.268	22	3.268	1,00	-	-	-	91		
10 Feb	2.757	14	2.757	1,00	-	-	-	28		
25	10.205	23	10.205	1,00	-	-	-	91		
10 Mar	9.315	11	9.315	1,00	-	-	-	35		
1 Abr	2.015	11	2.015	1,00	-	-	-	91		
1	17.876	62	17.876	1,00	-	-	-	182		

#### 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
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>5)</sup>	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009 20 Ene	Operaciones temporales	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
9 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
7 Jul	Operaciones temporales	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
11 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1
8 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1
13 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	0,74	1
10 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	0,76	1
2010 19 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1
9 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	270.783	187	270.566	-	-	1,00	0,80	0,76	1
9 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	295.461	193	294.486	-	-	1,00	0,80	0,76	1

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 puedan realizar sus pujas.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, que se liquidó el 17 de diciembre de 2009, 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 durante la vida de esta 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
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 Sep	18.280,1	9.752,0	786,1	2.453,9	1.206,6	4.081,5
Oct	18.260,1	9.766,9	763,3	2.420,9	1.224,8	4.084,2
Nov	18.285,8	9.743,0	756,6	2.436,5	1.245,0	4.104,6
Dic	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010 Ene	18.453,6	9.829,2	765,8	2.465,6	1.225,0	4.168,0

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 13 Oct	213,7	214,7	1,1	0,0	1,00
10 Nov	211,8	212,8	1,0	0,0	1,00
7 Dic	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 19 Ene	210,1	211,2	1,2	0,0	1,00
9 Feb	209,5	210,9	1,4	0,0	1,00
9 Mar	210,9	211,8	1,0	0,0	1,00
13 Abr	211,4	.	.	.	.

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>2)</sup>	Facilidad de depósito						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	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
2009 13 Oct	421,4	79,1	616,9	0,3	14,3	109,6	12,9	768,8	139,0	-113,1	214,7	1.093,1
10 Nov	413,0	52,3	626,1	0,3	20,1	86,5	12,0	770,7	148,7	-118,9	212,8	1.070,0
7 Dic	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 19 Ene	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0
9 Feb	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8
9 Mar	426,9	80,5	641,1	0,9	38,0	186,4	10,5	784,6	113,2	-119,3	211,8	1.182,9

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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

## 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 FMM <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>														
2007	2.046,2	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,1
2009 III	2.746,8	1.465,9	17,6	0,7	1.447,7	408,4	336,0	3,3	69,2	-	16,1	517,5	16,6	322,2
2009 Oct	2.693,0	1.405,3	17,6	0,7	1.387,1	410,6	333,7	3,6	73,3	-	16,0	529,4	16,6	315,0
Nov	2.659,4	1.340,1	17,6	0,7	1.321,9	416,1	334,3	3,7	78,2	-	16,1	555,8	16,6	314,7
Dic	2.830,4	1.483,6	17,6	0,7	1.465,3	416,9	333,6	3,7	79,6	-	16,5	555,7	16,2	341,5
2010 Ene	2.823,5	1.473,1	17,6	0,7	1.454,7	418,9	331,5	3,8	83,6	-	16,2	563,2	16,3	335,9
Feb <sup>3)</sup>	2.867,0	1.487,9	17,6	0,7	1.469,6	425,8	334,0	3,9	87,9	-	16,1	585,8	16,4	335,1
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.835,8	18.052,0	968,0	10.771,4	6.312,6	4.630,9	1.244,7	1.406,7	1.979,5	98,7	1.199,5	4.754,3	211,4	2.888,9
2009 III	31.278,7	17.674,5	994,7	10.768,4	5.911,4	5.115,3	1.504,5	1.492,8	2.117,9	90,6	1.222,1	4.267,4	216,3	2.692,6
2009 Oct	31.212,0	17.658,7	1.014,3	10.722,5	5.921,9	5.101,9	1.517,6	1.490,2	2.094,1	88,7	1.224,9	4.264,0	217,1	2.656,8
Nov	31.334,2	17.673,6	1.007,7	10.750,9	5.915,1	5.106,7	1.519,5	1.490,7	2.096,5	88,2	1.239,0	4.243,2	218,1	2.765,3
Dic	31.147,1	17.709,1	1.002,2	10.750,3	5.956,7	5.060,1	1.482,7	1.497,9	2.079,5	85,0	1.237,2	4.264,4	219,4	2.571,9
2010 Ene	31.387,3	17.727,0	1.013,7	10.738,9	5.974,5	5.050,7	1.496,9	1.468,0	2.085,8	86,9	1.251,8	4.392,0	218,7	2.660,2
Feb <sup>3)</sup>	31.500,0	17.720,8	1.009,2	10.742,4	5.969,2	5.065,0	1.521,6	1.470,4	2.072,9	85,5	1.234,5	4.428,9	217,1	2.748,2

#### 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>											
2007	2.046,2	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	113,9	282,5
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,8	377,8	329,0
2009 III	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,1
2009 Oct	2.693,0	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,4
Nov	2.659,4	798,7	1.037,0	129,3	27,7	880,0	-	0,1	321,4	143,9	358,4
Dic	2.830,4	829,2	1.159,0	102,6	22,6	1.033,7	-	0,1	321,0	140,2	380,9
2010 Ene	2.823,5	806,2	1.189,9	116,3	23,5	1.050,0	-	0,1	328,4	133,5	365,5
Feb <sup>3)</sup>	2.867,0	807,0	1.189,8	107,0	23,6	1.059,1	-	0,1	344,7	138,1	387,4
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.835,8	-	16.741,8	191,0	9.690,9	6.860,0	824,8	4.848,3	1.767,6	4.402,7	3.250,6
2009 III	31.278,7	-	16.348,7	157,0	9.904,2	6.287,5	831,4	4.962,5	1.886,8	4.084,7	3.164,6
2009 Oct	31.212,0	-	16.346,2	164,9	9.898,7	6.282,7	823,8	4.929,5	1.890,5	4.084,8	3.137,1
Nov	31.334,2	-	16.356,8	174,8	9.897,0	6.285,0	810,2	4.931,7	1.902,2	4.072,5	3.260,8
Dic	31.147,1	-	16.468,0	144,3	10.013,8	6.310,0	732,3	4.919,5	1.915,5	4.098,6	3.013,1
2010 Ene	31.387,3	-	16.440,0	161,1	9.961,3	6.317,6	744,8	4.975,5	1.916,8	4.220,3	3.089,9
Feb <sup>3)</sup>	31.500,0	-	16.437,4	168,0	9.962,4	6.307,0	732,8	4.961,8	1.912,9	4.281,4	3.173,7

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.
- 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».
- 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».

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2007	22.376,2	11.117,3	972,3	10.144,9	2.437,3	1.422,2	1.015,1	882,2	5.274,2	220,9	2.444,3
2008	24.108,0	11.758,6	986,6	10.772,0	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,0	227,1	3.143,3
2009 III	23.898,8	11.781,3	1.012,2	10.769,1	3.336,7	1.840,6	1.496,1	797,4	4.784,9	232,9	2.965,7
2009 Oct	23.849,5	11.755,0	1.031,8	10.723,2	3.345,1	1.851,3	1.493,8	799,1	4.793,4	233,7	2.923,2
Nov	24.001,7	11.776,8	1.025,2	10.751,5	3.348,2	1.853,8	1.494,4	811,6	4.799,1	234,7	3.031,4
Dic	23.809,5	11.770,8	1.019,8	10.750,9	3.317,9	1.816,2	1.501,6	811,1	4.820,1	235,6	2.854,1
2010 Ene	24.023,4	11.770,9	1.031,3	10.739,5	3.300,2	1.828,4	1.471,8	815,0	4.955,3	234,9	2.947,1
Feb <sup>(p)</sup>	24.184,6	11.769,9	1.026,8	10.743,1	3.329,9	1.855,7	1.474,2	800,7	5.014,7	233,5	3.035,9
<b>Operaciones</b>											
2008	1.694,0	597,9	12,4	585,5	468,2	58,1	410,2	-56,1	-81,6	-2,2	768,9
2009	-666,8	25,6	34,3	-8,7	341,4	249,2	92,2	10,5	-454,9	7,4	-597,4
2009 II	-224,1	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,9	6,1	-63,0	0,6	-381,5
III	-154,8	-50,9	-3,9	-47,0	33,1	39,1	-6,0	0,4	-91,0	1,9	-47,9
2009 Oct	-39,0	-18,6	19,6	-38,2	7,4	11,8	-4,4	2,9	12,9	0,8	-44,3
Nov	153,1	26,2	-4,9	31,1	2,4	1,2	1,2	12,6	4,2	1,0	106,7
Dic	-264,9	-7,0	-5,6	-1,4	-24,6	-34,2	9,6	-7,0	-46,9	1,0	-180,5
2010 Ene	115,1	-20,3	11,3	-31,5	-19,9	12,9	-32,8	5,6	68,2	-0,6	82,0
Feb <sup>(p)</sup>	103,6	-2,5	-4,7	2,2	24,4	23,7	0,7	-11,7	8,2	-1,7	86,9

**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>										
2007	22.376,2	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.033,6	-48,2
2008	24.108,0	722,9	259,8	9.707,5	725,7	2.828,6	1.613,6	4.780,5	3.579,6	-110,7
2009 III	23.898,8	740,6	295,3	9.927,2	740,5	2.775,6	1.738,7	4.238,8	3.525,6	-83,9
2009 Oct	23.849,5	745,5	317,7	9.924,7	734,9	2.762,2	1.745,9	4.229,7	3.498,5	-109,9
Nov	24.001,7	750,1	304,1	9.924,6	721,8	2.757,1	1.780,2	4.216,3	3.619,2	-71,9
Dic	23.809,5	770,0	246,8	10.036,4	647,0	2.760,5	1.793,9	4.238,9	3.394,0	-78,3
2010 Ene	24.023,4	757,2	277,4	9.984,9	658,0	2.806,3	1.792,2	4.353,8	3.455,4	-61,7
Feb <sup>(p)</sup>	24.184,6	759,6	275,1	9.985,9	647,3	2.801,0	1.807,6	4.419,5	3.561,2	-72,7
<b>Operaciones</b>										
2008	1.694,0	83,3	106,1	700,7	29,4	-30,1	138,5	91,5	601,3	-26,8
2009	-666,8	45,7	-4,4	287,6	-12,2	-53,8	137,1	-590,6	-503,4	27,1
2009 II	-224,1	15,0	0,5	154,1	-19,7	18,1	55,7	-165,3	-244,6	-37,9
III	-154,8	5,7	-45,6	-1,7	-2,4	-13,9	27,7	-118,6	-57,1	51,2
2009 Oct	-39,0	4,8	22,3	-0,5	-4,8	-10,6	1,9	1,2	-26,6	-26,8
Nov	153,1	4,7	-13,6	2,3	-15,0	1,1	14,4	12,3	109,6	37,2
Dic	-264,9	19,9	-57,2	100,5	-26,2	-11,3	22,5	-102,3	-201,4	-9,4
2010 Ene	115,1	-12,8	30,6	-59,7	10,4	30,1	-3,2	58,5	58,8	2,6
Feb <sup>(p)</sup>	103,6	2,4	-2,3	-11,9	-10,6	-13,7	2,3	35,3	107,5	-5,4

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>

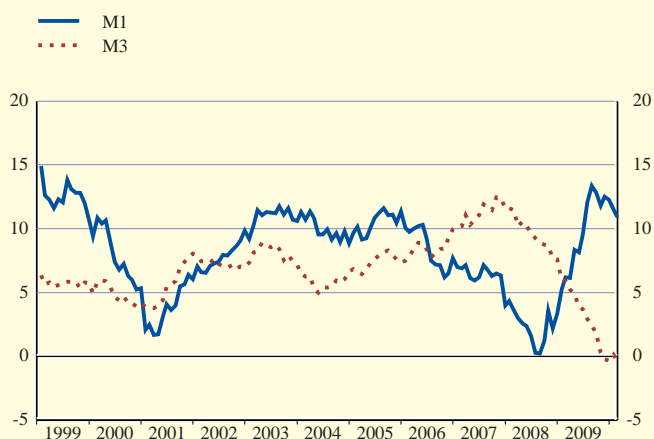
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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	Prestamos				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												
2007	3.827,9	3.509,8	7.337,8	1.305,6	8.643,4	-	6.028,0	2.416,9	12.060,9	10.153,3	-	596,0
2008	3.972,9	4.036,6	8.009,5	1.376,4	9.386,0	-	6.294,5	2.563,6	12.977,1	10.775,8	-	423,4
2009 III	4.398,8	3.783,0	8.181,8	1.226,5	9.408,3	-	6.667,7	2.861,7	13.084,1	10.758,7	-	552,1
2009 Oct	4.458,6	3.735,9	8.194,5	1.184,6	9.379,2	-	6.666,4	2.889,4	13.034,8	10.731,3	-	546,1
Nov	4.454,4	3.707,6	8.162,0	1.172,0	9.334,0	-	6.727,2	2.883,0	13.056,5	10.745,2	-	561,0
Dic	4.478,8	3.688,2	8.167,0	1.153,4	9.320,4	-	6.749,0	2.865,3	13.065,8	10.748,1	-	553,3
2010 Ene	4.547,3	3.659,8	8.207,1	1.100,6	9.307,8	-	6.799,5	2.862,8	13.044,2	10.742,3	-	585,2
Feb <sup>(p)</sup>	4.565,2	3.660,1	8.225,3	1.095,3	9.320,7	-	6.822,0	2.885,0	13.058,9	10.764,2	-	575,8
Operaciones												
2008	126,8	486,0	612,8	46,2	658,9	-	260,6	71,0	931,1	580,8	736,6	-174,6
2009	489,8	-368,3	121,4	-151,7	-30,3	-	414,8	288,4	86,2	-15,3	25,4	134,8
2009 II	128,7	-72,8	55,9	-17,8	38,1	-	131,4	108,1	58,7	10,6	30,5	103,9
III	149,8	-102,0	47,8	-51,2	-3,4	-	115,6	63,3	7,2	-30,8	-29,1	32,1
2009 Oct	60,1	-46,0	14,1	-41,8	-27,8	-	-2,2	28,9	-42,7	-19,8	-15,6	-11,8
Nov	-3,4	-27,6	-31,0	-12,9	-43,9	-	46,4	-6,0	25,1	16,7	15,4	-12,2
Dic	21,5	-24,3	-2,8	34,0	31,2	-	10,5	-14,5	4,3	2,1	-1,8	49,1
2010 Ene	66,4	-32,3	34,1	-52,0	-17,9	-	29,4	-1,9	-43,1	-25,9	-28,9	21,4
Feb <sup>(p)</sup>	16,1	-6,0	10,1	-5,7	4,4	-	-3,6	18,4	14,2	20,5	17,1	-30,2
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	4,0	17,9	10,1	20,2	11,6	11,9	9,3	-2,6	13,2	11,2	12,1	-53,0
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,5	7,6	7,1	4,3	2,9	7,7	5,7	7,1	-174,6
2009 Sep	12,8	-5,3	3,6	-9,0	1,8	1,5	6,6	13,5	1,4	-0,3	0,8	140,7
2009 Oct	11,8	-7,1	2,3	-11,8	0,3	0,6	7,4	15,1	0,9	-0,8	0,2	59,7
Nov	12,5	-8,7	1,8	-12,4	-0,3	-0,1	7,1	13,2	0,6	-0,7	0,1	46,5
Dic	12,3	-9,1	1,5	-11,1	-0,3	-0,2	6,6	11,2	0,7	-0,1	0,2	134,8
2010 Ene	11,5	-8,0	1,9	-10,9	0,1	-0,2	5,8	9,1	0,0	-0,6	-0,3	221,0
Feb <sup>(p)</sup>	10,9	-8,1	1,6	-12,4	-0,4	.	5,1	8,4	0,0	-0,4	-0,1	141,7

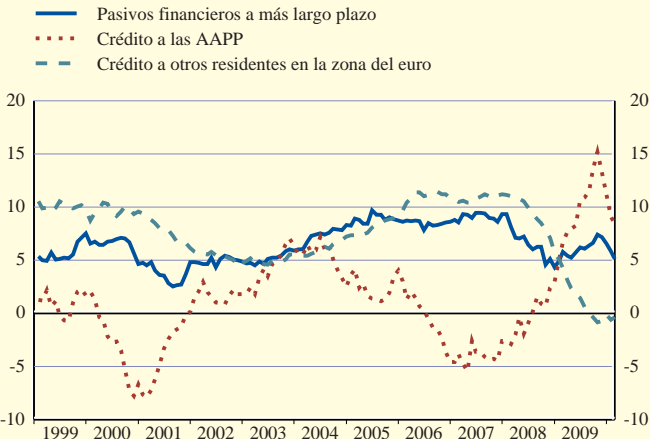
### CI Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C2 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 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>

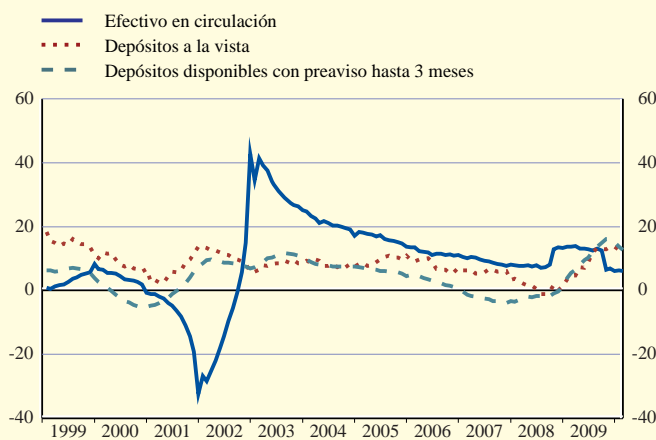
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	625,6	3.202,4	1.969,3	1.540,5	307,6	685,9	312,2	2.549,6	119,2	1.872,6	1.486,6
2008	709,9	3.263,0	2.469,6	1.567,0	354,3	755,3	266,8	2.575,5	121,2	1.990,7	1.607,1
2009 III	747,4	3.651,5	2.022,9	1.760,1	326,9	750,8	148,8	2.625,8	133,0	2.175,1	1.733,7
2009 Oct	745,2	3.713,4	1.952,5	1.783,5	300,6	744,7	139,4	2.615,3	134,1	2.174,1	1.743,0
Nov	753,6	3.700,8	1.916,3	1.791,3	310,2	727,2	134,5	2.623,2	133,1	2.186,2	1.784,7
Dic	754,3	3.724,5	1.885,4	1.802,8	346,8	673,9	132,7	2.642,0	131,3	2.189,1	1.786,6
2010 Ene	761,2	3.786,1	1.843,6	1.816,3	307,4	662,9	130,3	2.698,4	131,9	2.182,3	1.786,8
Feb <sup>(p)</sup>	765,1	3.800,2	1.831,1	1.829,0	326,2	644,2	125,0	2.687,2	131,3	2.197,8	1.805,8
Operaciones											
2008	83,3	43,4	466,0	20,0	48,0	32,9	-34,7	6,3	0,5	115,9	137,9
2009	43,0	446,8	-604,7	236,3	-7,4	-13,1	-131,3	77,5	8,7	192,2	136,4
2009 II	6,8	122,0	-128,2	55,4	10,9	-14,7	-14,0	15,3	4,2	45,3	66,5
III	13,1	136,7	-165,9	63,9	-24,3	7,4	-34,4	35,6	3,4	59,2	17,5
2009 Oct	-2,2	62,3	-69,4	23,4	-26,3	-5,3	-10,3	-6,9	1,1	-0,4	4,1
Nov	8,5	-11,8	-35,5	7,8	9,7	-19,4	-3,2	12,5	-1,0	13,0	21,9
Dic	0,7	20,8	-35,7	11,4	36,4	-2,7	0,3	2,0	-1,8	-0,4	10,6
2010 Ene	6,9	59,5	-44,8	12,5	-39,4	-11,6	-1,0	39,0	0,6	-8,9	-1,3
Feb <sup>(p)</sup>	3,9	12,2	-18,6	12,7	18,7	-18,7	-5,7	-19,5	-0,7	10,7	5,8
Tasas de crecimiento											
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,1	6,3	9,5	12,5	10,9
2008 Dic	13,3	1,4	23,4	1,3	15,5	4,7	-11,6	0,3	0,4	6,2	9,4
2009 Sep	12,5	12,8	-17,9	14,9	-3,0	3,1	-47,9	0,8	14,9	11,9	9,1
2009 Oct	6,5	12,9	-21,4	16,1	-11,8	2,7	-50,3	3,4	14,2	12,0	7,6
Nov	6,8	13,8	-23,9	16,1	-6,3	-0,9	-50,9	3,9	11,3	11,1	7,1
Dic	6,1	13,6	-24,3	15,1	-2,1	-1,8	-49,4	3,0	7,1	9,6	8,4
2010 Ene	6,2	12,6	-22,6	13,7	-5,0	-4,9	-39,4	3,9	6,1	7,1	7,2
Feb <sup>(p)</sup>	6,0	12,0	-22,5	12,6	-1,0	-8,9	-41,6	2,7	5,9	6,7	7,0

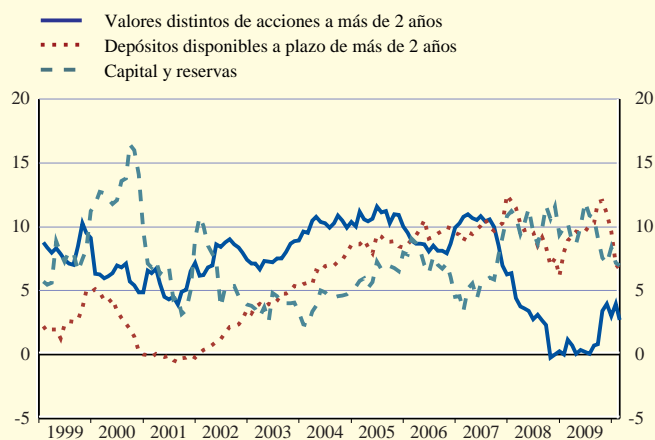
### C3 Componentes de los agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

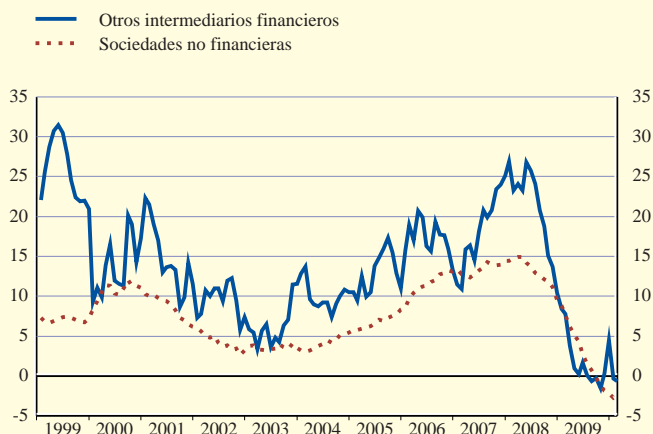
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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>										
2007	107,5	877,3	4.383,5	1.282,5	859,5	2.241,6	4.785,0	616,7	3.421,0	747,3
2008	104,2	973,2	4.821,4	1.381,4	960,7	2.479,4	4.876,9	631,0	3.482,3	763,6
2009 III	93,3	1.003,1	4.753,2	1.238,8	955,5	2.558,8	4.909,1	629,9	3.510,5	768,7
2009 Oct	89,3	992,6	4.733,6	1.223,2	948,4	2.562,0	4.915,8	627,6	3.518,7	769,4
Nov	86,3	1.005,1	4.722,5	1.211,4	940,5	2.570,6	4.931,3	628,7	3.526,2	776,4
Dic	89,9	1.023,7	4.690,4	1.184,7	940,7	2.565,0	4.944,0	631,4	3.541,8	770,8
2010 Ene	87,5	1.012,9	4.684,8	1.184,7	932,4	2.567,6	4.957,2	627,4	3.555,1	774,8
Feb <sup>(p)</sup>	91,2	1.005,0	4.700,2	1.183,9	934,5	2.581,8	4.967,8	625,2	3.565,2	777,4
<b>Operaciones</b>										
2008	-4,4	86,7	418,6	87,0	119,8	211,9	79,9	10,4	52,2	17,2
2009	-12,9	39,5	-104,5	-187,9	-13,2	96,6	62,6	0,0	50,4	12,2
2009 II	1,7	36,7	-36,1	-51,0	-0,5	15,4	8,3	-4,0	6,7	5,6
III	-6,1	-14,1	-33,1	-43,1	-15,8	25,8	22,6	1,2	17,6	3,7
2009 Oct	-4,0	-9,0	-14,4	-16,0	-5,4	7,0	7,7	-1,4	7,9	1,2
Nov	-3,0	13,6	-9,4	-11,0	-6,7	8,3	15,5	0,3	7,5	7,7
Dic	3,6	9,2	-22,7	-25,3	1,4	1,2	12,0	2,5	14,3	-4,8
2010 Ene	-2,5	-29,6	-6,8	-0,4	-7,5	1,2	13,0	-2,7	12,4	3,3
Feb <sup>(p)</sup>	3,7	-7,3	13,2	-1,5	1,9	12,9	10,9	-1,5	9,6	2,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007 Dic	18,2	24,7	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 Dic	-4,1	9,9	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Sep	-7,4	-0,3	-0,2	-10,3	2,0	4,6	-0,3	-1,2	-0,6	1,5
2009 Oct	-12,7	-1,4	-1,2	-11,8	0,7	3,9	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
Nov	-14,2	0,3	-1,9	-12,1	-1,3	3,7	0,5	-1,0	0,3	2,5
Dic	-12,5	4,0	-2,2	-13,6	-1,4	3,9	1,3	0,0	1,4	1,6
2010 Ene	-9,7	-0,1	-2,7	-13,4	-3,0	3,2	1,6	-0,5	1,8	2,2
Feb <sup>(p)</sup>	-4,8	-0,4	-2,5	-12,5	-3,2	3,2	1,8	-0,8	2,1	2,7

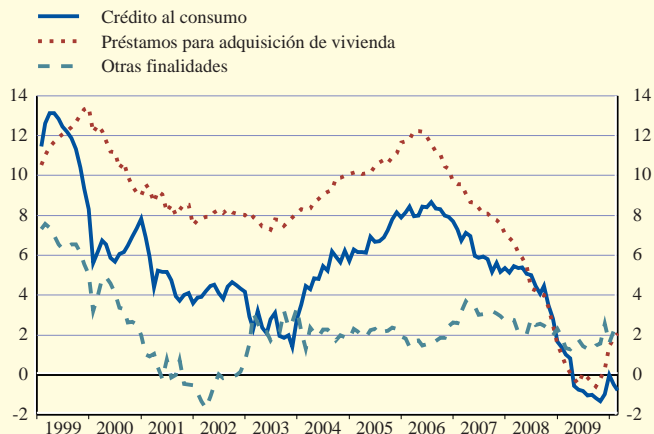
### C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



### C6 Préstamos a hogares <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros <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>												
2008	93,0	69,3	5,7	18,0	962,1	555,0	169,0	238,0	4.828,4	1.377,6	961,4	2.489,4
2009 III	94,2	71,6	7,8	14,9	1.016,1	585,8	183,6	246,7	4.742,5	1.235,6	953,0	2.553,8
IV	80,2	57,1	7,2	15,9	1.016,4	592,6	173,4	250,4	4.698,2	1.181,1	941,6	2.575,5
2009 Dic	80,2	57,1	7,2	15,9	1.016,4	592,6	173,4	250,4	4.698,2	1.181,1	941,6	2.575,5
2010 Ene	86,0	62,1	7,5	16,3	1.007,2	584,5	170,5	252,2	4.690,7	1.185,4	932,1	2.573,2
Feb <sup>(p)</sup>	88,1	66,1	6,0	16,0	999,0	574,5	171,3	253,2	4.695,2	1.179,8	933,2	2.582,2
<b>Operaciones</b>												
2009	-11,3	-12,1	1,6	-0,7	43,2	28,6	7,6	7,0	-103,7	-187,8	-12,9	97,0
2009 III	-9,7	-9,9	0,4	-0,3	-8,6	-13,1	-1,2	5,8	-54,0	-59,3	-18,4	23,8
IV	-14,0	-14,5	-0,5	1,0	-6,6	-1,7	-5,2	0,3	-28,0	-52,8	-7,3	32,1
2009 Dic	-5,7	-6,0	-0,5	0,8	1,5	3,0	-0,8	-0,7	-13,3	-31,1	4,1	13,7
2010 Ene	5,7	5,0	0,3	0,4	-28,0	-26,7	-3,5	2,2	-8,7	3,9	-8,8	-3,7
Feb <sup>(p)</sup>	2,1	4,0	-1,6	-0,3	-7,5	-8,3	0,1	0,7	2,2	-6,4	0,9	7,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2008 Dic	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,5	5,4	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 Sep	-7,0	-9,3	23,1	-7,0	-0,2	-4,8	7,5	6,5	-0,2	-10,2	2,0	4,6
Dic	-12,5	-17,5	27,4	-3,8	4,5	5,1	4,4	2,9	-2,1	-13,7	-1,4	3,9
2009 Dic	-12,5	-17,5	27,4	-3,8	4,5	5,1	4,4	2,9	-2,1	-13,7	-1,4	3,9
2010 Ene	-9,7	-14,4	16,2	1,9	-0,3	-1,4	-3,3	4,3	-2,7	-13,4	-3,0	3,3
Feb <sup>(p)</sup>	-5,0	-5,5	-7,8	-0,6	-0,7	-1,4	-3,9	3,4	-2,4	-12,5	-3,2	3,2

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

	Total	Empresas de seguros y fondos de pensiones				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>													
2008	4.887,9	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	764,5	155,0	90,5	519,0
2009 III	4.915,6	631,8	133,4	195,8	302,6	3.514,6	15,2	62,3	3.437,1	769,2	148,8	87,9	532,5
IV	4.955,4	633,5	133,6	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2009 Dic	4.955,4	633,5	133,6	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2010 Ene	4.955,0	624,4	131,8	193,4	299,2	3.556,6	15,1	62,4	3.479,1	774,0	146,8	85,8	541,4
Feb <sup>(p)</sup>	4.960,1	620,2	128,9	192,5	298,8	3.564,2	15,0	62,2	3.486,9	775,7	146,9	85,5	543,2
<b>Operaciones</b>													
2009	63,0	0,1	-3,4	-3,2	6,7	50,8	-2,3	-6,7	59,8	12,2	-8,0	-1,9	22,1
2009 III	25,2	-0,2	-2,4	-0,2	2,4	26,0	-0,5	-1,8	28,2	-0,5	-5,2	-0,2	4,8
IV	40,0	1,6	0,9	0,0	0,6	33,8	-0,1	-0,1	34,1	4,6	-2,6	-0,1	7,3
2009 Dic	16,1	4,4	2,3	0,6	1,5	18,6	0,1	0,1	18,5	-6,9	-5,2	0,0	-1,6
2010 Ene	-0,6	-7,7	-1,4	-2,7	-3,6	5,6	0,0	0,0	5,6	1,5	0,2	-0,8	2,1
Feb <sup>(p)</sup>	5,4	-3,5	-2,9	-0,4	-0,2	7,0	-0,1	-0,2	7,3	1,9	0,0	-0,2	2,1
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2008 Dic	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 Sep	-0,3	-1,2	-3,3	-4,4	2,1	-0,6	-11,1	-12,6	-0,3	1,5	-3,0	-3,8	3,8
Dic	1,3	0,0	-2,4	-1,6	2,2	1,5	-13,4	-9,8	1,8	1,6	-5,1	-2,0	4,3
2009 Dic	1,3	0,0	-2,4	-1,6	2,2	1,5	-13,4	-9,8	1,8	1,6	-5,1	-2,0	4,3
2010 Ene	1,6	-0,5	-1,9	-2,4	1,4	1,8	-13,7	-7,5	2,1	2,2	-3,1	-1,9	4,5
Feb <sup>(p)</sup>	1,8	-0,8	-3,3	-2,1	1,3	2,1	-13,3	-7,2	2,3	2,7	-1,9	-1,8	4,8

Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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



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

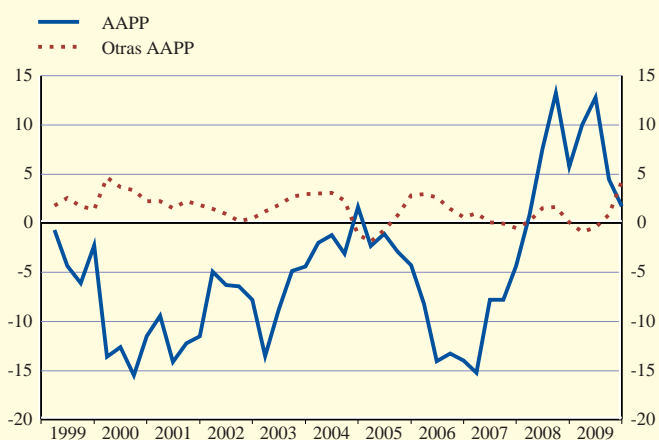
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <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	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008	968,0	227,0	210,1	508,6	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 I	971,0	232,9	205,6	511,5	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
II	998,5	249,3	206,5	514,1	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
III	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,0	1.894,0	914,0	47,7	866,2
IV <sup>(p)</sup>	1.002,2	230,9	211,0	528,0	32,3	2.829,0	1.913,5	915,5	46,5	869,0
<b>Operaciones</b>										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,7	381,4	159,3	0,3	159,0
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009 <sup>(p)</sup>	35,3	3,9	1,0	20,5	10,1	-383,4	-350,7	-32,7	-1,4	-31,4
2009 I	2,0	5,5	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
II	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
III	-3,8	-13,3	3,2	4,2	2,1	-75,3	-69,9	-5,4	0,6	-6,0
IV <sup>(p)</sup>	9,1	-5,2	1,3	11,4	1,6	-2,0	6,7	-8,9	-1,2	-7,6
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008 Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 Mar	1,5	10,0	-3,6	3,5	-43,5	-14,3	-16,7	-8,7	-3,6	-9,0
Jun	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,6	-7,5
Sep	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,8
Dic <sup>(p)</sup>	3,6	1,7	0,5	4,0	45,4	-11,8	-15,3	-3,4	-2,8	-3,5

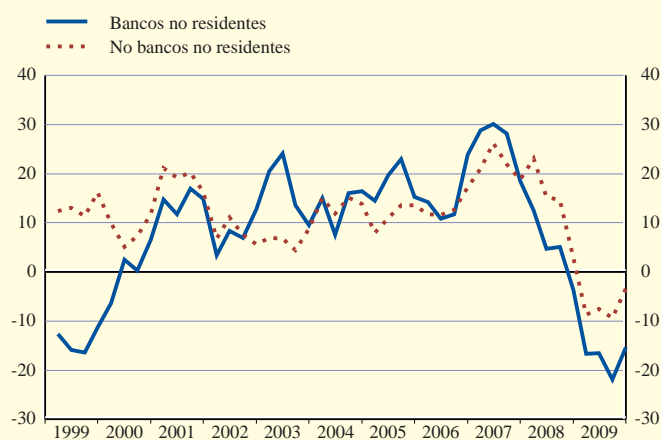
### C7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



### C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

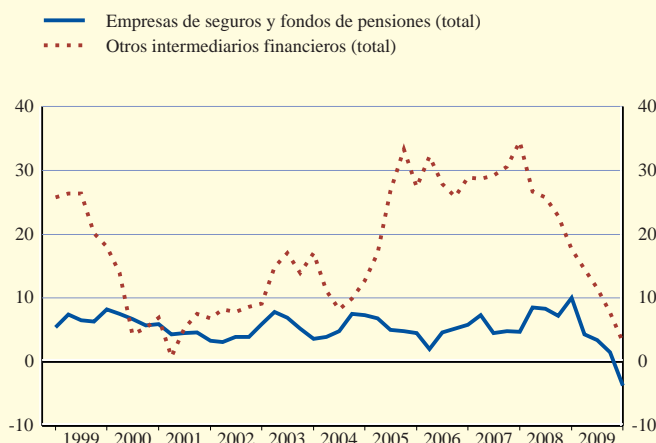
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2007	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,5	320,2	421,0	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 III	739,9	83,1	83,8	550,5	1,9	1,4	19,2	1.866,9	314,9	335,2	949,0	14,4	0,2	253,3
2009 Oct	742,3	88,8	83,9	548,0	2,0	1,4	18,3	1.844,7	318,9	337,2	938,8	15,8	0,1	233,9
Nov	734,5	84,6	79,1	545,7	2,0	1,4	21,6	1.850,3	325,9	332,3	938,0	16,1	0,0	237,9
Dic	738,1	84,0	86,9	543,3	2,1	1,4	20,2	1.852,9	312,1	332,2	940,6	15,9	0,0	252,1
2010 Ene	742,8	93,6	82,9	540,2	2,3	1,4	22,3	1.830,4	341,9	322,0	915,8	17,1	0,0	233,6
Feb <sup>(p)</sup>	736,4	90,2	85,7	539,5	2,3	1,4	17,3	1.838,3	334,5	323,5	907,8	17,0	0,2	255,4
<b>Operaciones</b>														
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	269,3	4,5	72,2	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009	-27,9	-1,1	-30,5	5,6	1,0	-0,1	-2,8	56,2	5,6	-93,5	85,3	3,7	0,0	55,2
2009 II	-12,1	-5,4	-9,4	4,9	0,1	0,0	-2,4	61,0	19,5	-20,0	41,4	-0,2	0,0	20,4
III	-6,3	-1,9	-4,5	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-21,5	-22,4	-1,5	3,6	0,4	0,1	-1,7
2009 Oct	2,5	5,7	0,1	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-21,2	4,3	2,4	-9,8	1,4	0,0	-19,4
Nov	-8,1	-4,1	-4,9	-2,3	0,0	0,0	3,2	7,1	7,2	-4,4	0,0	0,3	-0,1	4,0
Dic	0,8	-1,2	5,7	-2,4	0,1	0,0	-1,3	-3,1	-14,7	-1,7	-0,5	-0,3	0,0	14,1
2010 Ene	4,4	9,5	-4,2	-3,1	0,2	0,0	2,1	-27,0	28,8	-11,3	-27,0	1,1	0,0	-18,6
Feb <sup>(p)</sup>	-6,6	-3,5	2,7	-0,7	0,0	0,0	-5,0	-2,1	-8,0	-3,2	-12,7	-0,1	0,1	21,8
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2007 Dic	4,8	1,1	17,5	4,9	-25,3	-	-16,4	34,5	12,0	39,7	49,5	16,4	-	19,1
2008 Dic	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,1	20,0	-2,5	-	34,6
2009 Sep	1,5	9,3	-8,3	2,3	55,8	-	-5,9	7,7	1,9	-25,0	21,8	24,0	-	36,3
2009 Oct	0,9	6,3	-7,6	1,9	68,2	-	-12,7	5,3	0,4	-23,7	19,5	32,9	-	20,4
Nov	-0,8	-0,3	-17,5	1,6	89,8	-	9,6	5,0	7,9	-24,6	15,1	37,9	-	23,1
Dic	-3,7	-1,3	-26,5	1,0	95,8	-	-12,3	3,1	1,6	-22,0	10,0	30,0	-	28,0
2010 Ene	-3,3	-8,0	-18,1	-0,5	89,3	-	10,8	2,0	4,1	-12,5	4,1	33,7	-	14,1
Feb <sup>(p)</sup>	-3,2	-3,1	-14,5	-0,8	64,9	-	-18,9	1,0	2,2	-13,0	1,4	21,8	-	20,6

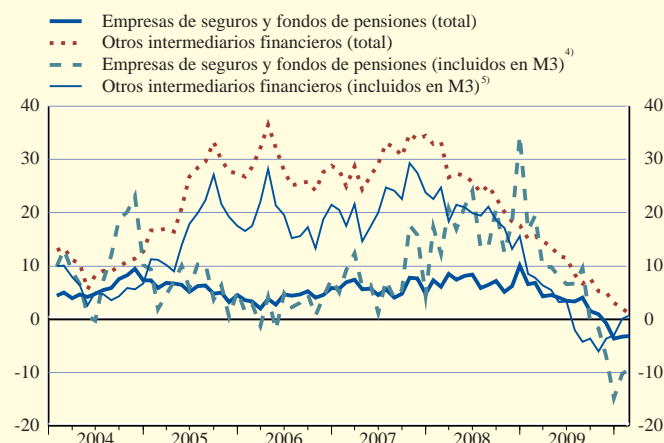
### C9 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <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) Incluye fondos de pensiones.

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

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

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

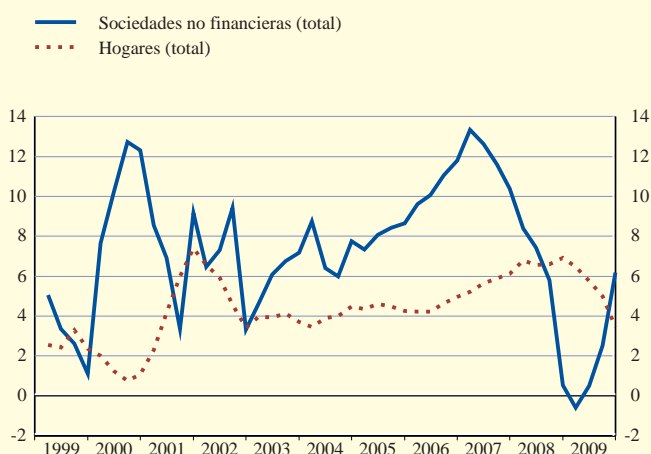
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,9	883,4	502,2	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 III	1.551,4	951,6	444,6	77,9	58,3	1,5	17,4	5.500,0	2.052,9	1.084,7	561,0	1.636,9	121,4	43,2
2009 Oct	1.561,3	963,5	442,6	78,5	60,1	1,5	15,1	5.510,8	2.084,9	1.040,3	573,8	1.648,2	123,8	39,9
Nov	1.564,1	971,3	435,6	79,7	61,2	1,6	14,8	5.507,6	2.098,9	1.010,6	584,2	1.650,7	124,7	38,5
Dic	1.603,7	1.001,3	434,7	80,8	68,7	1,7	16,3	5.590,2	2.155,4	988,3	605,5	1.679,9	123,7	37,3
2010 Ene	1.548,2	964,2	418,6	81,8	68,7	1,7	13,3	5.610,4	2.173,8	954,1	615,3	1.708,0	122,2	37,0
Feb <sup>4)</sup>	1.536,8	954,2	415,4	83,1	70,7	1,8	11,8	5.619,5	2.176,1	936,0	632,9	1.715,1	121,6	37,7
<b>Operaciones</b>														
2008	7,8	-5,0	13,3	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	335,5	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009	93,3	114,3	-70,0	15,1	40,8	0,4	-7,4	186,9	320,3	-371,4	85,5	190,3	8,6	-46,3
2009 II	44,2	45,8	-16,0	1,3	11,3	0,1	1,7	59,8	110,9	-94,4	11,8	39,3	2,7	-10,6
III	34,6	35,7	-13,6	6,1	8,6	0,0	-2,2	-4,6	42,4	-100,0	24,8	32,9	3,1	-7,7
2009 Oct	10,7	12,3	-1,8	0,6	1,7	0,0	-2,2	11,6	32,1	-44,1	13,1	11,3	2,5	-3,3
Nov	3,5	8,3	-6,7	1,1	1,1	0,0	-0,3	-3,1	14,0	-29,6	10,5	2,5	0,9	-1,4
Dic	37,8	28,9	-1,4	1,1	7,6	0,1	1,5	81,6	56,1	-22,9	21,3	29,2	-1,0	-1,1
2010 Ene	-57,4	-38,4	-17,0	1,1	0,0	0,0	-3,0	18,8	18,7	-35,1	9,8	27,1	-1,5	-0,3
Feb <sup>4)</sup>	-13,1	-10,8	-4,0	1,3	2,0	0,0	-1,5	8,0	2,0	-18,7	17,6	7,0	-0,6	0,7
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Dic	0,5	-0,6	2,8	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Sep	2,5	8,3	-14,0	20,1	127,8	8,4	-30,8	5,0	15,9	-15,4	6,3	13,2	16,3	-60,1
2009 Oct	3,7	11,9	-15,4	18,5	139,8	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,2	10,6	14,2	15,4	-60,6
Nov	4,0	11,5	-15,2	20,6	134,4	19,5	-40,7	3,5	16,8	-25,5	13,4	14,0	12,2	-59,5
Dic	6,2	12,9	-13,8	23,2	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 Ene	5,1	10,6	-12,8	20,9	115,1	32,9	-32,7	3,2	17,0	-28,4	17,8	11,6	6,3	-51,6
Feb <sup>4)</sup>	5,2	11,3	-12,9	19,9	100,9	32,3	-44,9	3,2	15,6	-28,4	21,2	10,7	5,8	-46,1

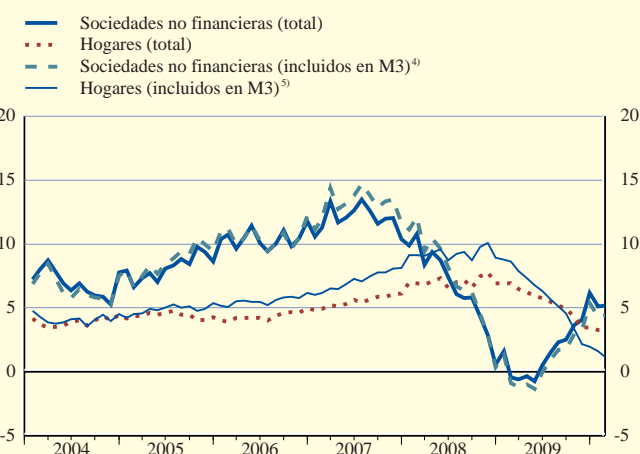
### C11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <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) Incluye instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

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

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

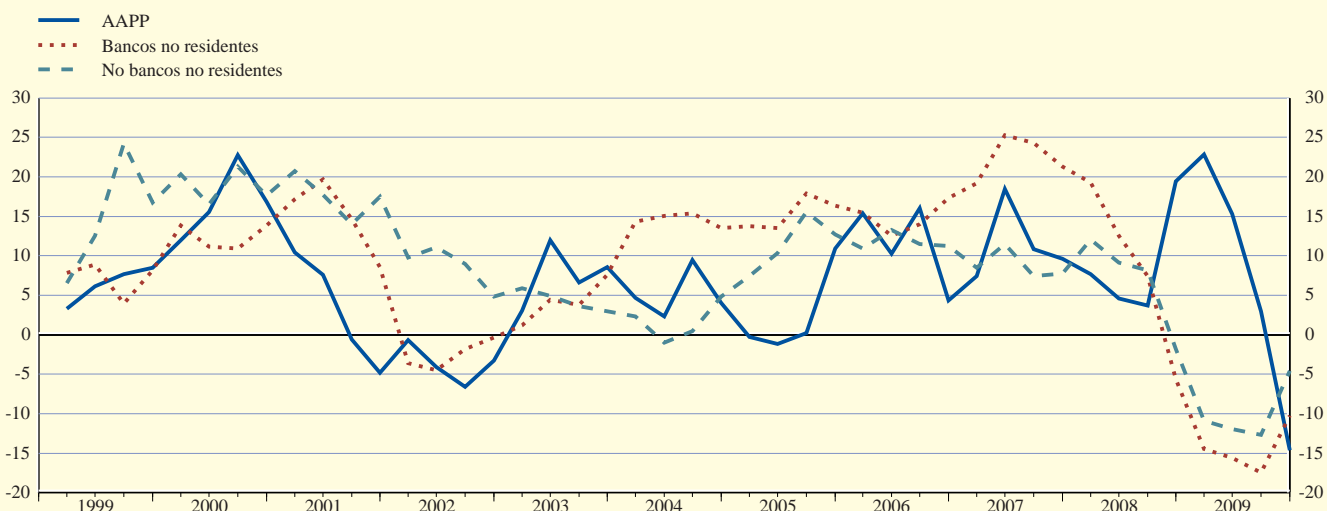
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008	445,0	191,0	52,3	115,9	85,8	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 I	464,4	216,4	50,6	114,5	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
II	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
III	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	794,9
IV <sup>(p)</sup>	373,2	144,3	45,1	113,1	70,8	3.369,3	2.518,5	850,9	60,1	790,8
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-185,1	-167,0	-18,0	-36,9	18,9
2009 <sup>(p)</sup>	-64,8	-38,1	-7,2	-3,6	-15,4	-331,1	-289,9	-41,1	-1,3	-39,8
2009 I	15,7	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
II	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
III	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,0	-7,1	-0,2	-6,9
IV <sup>(p)</sup>	-30,1	-12,7	-6,1	-9,9	-0,8	-81,6	-71,7	-9,8	0,6	-10,4
Tasas de crecimiento										
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008 Dic	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,7	-5,6	-1,8	-25,6	2,6
2009 Mar	22,8	52,6	2,2	5,7	6,5	-13,6	-14,5	-10,9	-24,1	-8,8
Jun	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
Sep	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
Dic <sup>(p)</sup>	-14,6	-20,0	-13,7	-3,1	-17,9	-8,9	-10,3	-4,6	-2,0	-4,8

### C13 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.

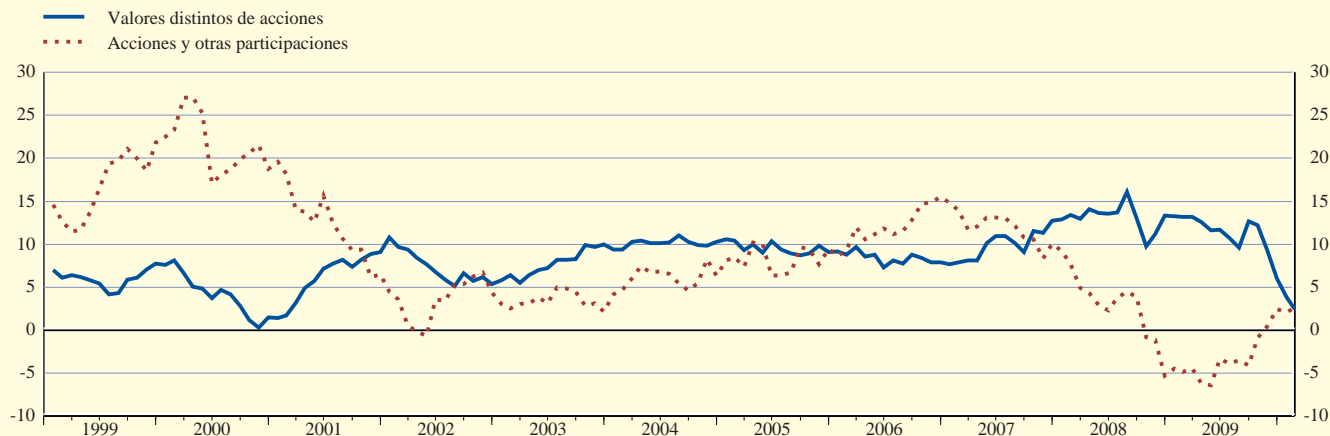
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2007	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,1	92,4	1.225,4	19,3	1.355,5	51,2	1.227,5	1.476,9	423,2	776,3	277,4
2009 III	6.296,3	2.014,9	102,9	1.486,4	18,1	1.446,7	46,2	1.181,0	1.498,2	435,9	786,1	276,1
2009 Oct	6.271,2	1.991,3	102,8	1.500,3	17,3	1.447,8	42,4	1.169,3	1.502,0	437,0	787,9	277,1
Nov	6.256,7	1.993,5	102,9	1.503,8	15,7	1.449,0	41,7	1.149,9	1.514,9	438,6	800,4	275,9
Dic	6.212,6	1.970,6	108,9	1.466,6	16,0	1.458,4	39,5	1.152,5	1.517,4	437,7	799,5	280,2
2010 Ene	6.223,5	1.974,2	111,5	1.477,8	19,1	1.427,0	41,0	1.172,8	1.532,9	448,1	803,7	281,1
Feb <sup>(p)</sup>	6.245,1	1.962,2	110,8	1.505,4	16,2	1.429,8	40,6	1.180,1	1.516,7	445,0	789,5	282,2
<b>Operaciones</b>												
2008	692,8	212,4	5,9	36,5	1,9	390,7	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009	356,6	80,1	16,2	233,3	-3,2	102,9	-12,0	-60,8	35,9	23,3	9,8	2,8
2009 II	176,8	34,7	4,1	83,7	0,5	56,3	-1,6	-0,8	16,6	7,2	5,8	3,6
III	21,2	-4,0	-0,3	34,0	-1,8	-6,1	-0,4	-0,2	7,3	9,0	0,3	-1,9
2009 Oct	-23,9	-22,4	0,1	14,2	-0,7	-1,4	-3,5	-10,4	6,0	1,9	2,8	1,4
Nov	-8,5	-0,9	1,4	2,3	-1,6	1,4	-0,3	-10,8	13,9	2,4	12,6	-1,0
Dic	-62,5	-22,3	2,6	-34,7	0,0	13,1	-3,5	-17,6	-4,5	-0,4	-7,2	3,0
2010 Ene	-12,6	3,5	-0,5	12,4	2,5	-33,1	0,2	2,3	20,4	12,3	5,6	2,5
Feb <sup>(p)</sup>	6,3	-13,5	-1,9	25,2	-3,3	1,8	-1,1	-0,9	-10,9	-2,2	-11,8	3,1
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2007 Dic	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Dic	13,3	12,7	8,1	3,1	9,9	40,0	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Sep	12,6	11,4	4,1	24,2	15,5	24,9	-4,9	-5,6	-4,1	2,6	-8,2	-2,3
2009 Oct	12,2	8,5	5,7	26,8	-0,2	20,5	-9,3	-2,3	-0,9	6,2	-4,3	-1,9
Nov	9,3	5,8	10,8	23,1	-3,9	14,3	-9,2	-3,3	0,4	7,4	-2,0	-3,0
Dic	6,0	4,2	17,1	18,9	-16,1	7,6	-23,0	-5,0	2,4	5,5	1,2	1,0
2010 Ene	3,9	1,3	12,1	15,1	-12,6	5,5	-22,8	-4,7	2,1	7,4	0,5	-1,4
Feb <sup>(p)</sup>	2,5	-0,7	6,5	13,8	-19,2	4,0	-24,7	-5,1	2,6	7,6	0,0	2,2

## C14 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	-7,3	-1,7	-2,2	-3,4	-3,9	0,0	-0,2	-3,6	-7,2	-1,5	-1,2	-4,5
2009 II	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-0,1	-0,2	-0,9
2009 III	-1,7	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
2009 IV	-2,3	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	0,0	0,0	-0,9	-2,1	-0,3	-0,6	-1,2
2009 Oct	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2
2009 Nov	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
2009 Dic	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,2	-0,3	-0,7
2010 Ene	-0,6	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,3	-0,1	-0,6
2010 Feb <sup>(p)</sup>	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3

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

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-30,0	-9,7	-10,2	-10,1	-6,3	-2,5	-3,8
2009 II	-5,9	-1,7	-2,4	-1,8	-1,1	-0,3	-0,8
2009 III	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
2009 IV	-9,8	-2,3	-4,0	-3,5	-1,5	-0,3	-1,2
2009 Oct	-3,4	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	-0,1	-0,3
2009 Nov	-1,7	-0,3	-0,7	-0,6	-0,2	0,0	-0,3
2009 Dic	-4,8	-1,3	-2,0	-1,5	-0,9	-0,3	-0,6
2010 Ene	-3,6	-1,2	-1,0	-1,3	-0,5	-0,3	-0,1
2010 Feb <sup>(p)</sup>	-1,1	-0,4	-0,6	-0,2	-0,3	0,0	-0,3

### 3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009	2,7	7,5	0,2	-3,4	-0,1	-0,1	0,8	-2,3	6,3	1,6	3,0	1,7
2009 II	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,7	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
2009 III	17,3	4,6	0,1	3,6	0,0	3,4	0,2	5,3	16,0	4,9	9,2	1,9
2009 IV	1,9	1,3	0,1	-1,7	-0,1	1,0	0,0	1,4	-0,8	-2,2	0,7	0,7
2009 Oct	2,4	1,6	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,0	0,7	-2,5	-0,9	-1,2	-0,4
2009 Nov	2,4	1,1	0,0	1,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,1	-0,1
2009 Dic	-2,9	-1,5	0,0	-2,6	-0,1	0,6	0,0	0,6	2,7	-0,6	2,0	1,2
2010 Ene	-0,1	-0,1	0,1	-1,2	0,0	0,4	0,1	0,5	-4,9	-1,9	-1,4	-1,6
2010 Feb <sup>(p)</sup>	5,8	1,0	0,0	2,4	0,1	1,0	0,0	1,4	-5,3	-0,9	-2,4	-2,0

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

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

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>De residentes en la zona del euro</b>														
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.054,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.860,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,8	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I	6.607,9	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.989,5	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
II	6.625,7	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.145,9	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
III	6.287,5	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.061,2	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
IV <sup>(p)</sup>	6.310,0	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.158,0	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
<b>De no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.953,9	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	908,2	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008	2.816,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,0	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 I	2.786,7	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,0	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
II	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,9	51,9	48,1	32,5	1,8	1,8	7,8
III	2.564,0	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	858,5	54,1	45,9	30,6	1,5	1,6	7,7
IV <sup>(p)</sup>	2.518,5	49,3	50,7	34,1	1,6	2,2	9,7	850,9	53,1	46,9	31,5	1,3	1,7	7,5

### 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	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 I	5.197,9	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
II	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
III	5.203,2	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
IV <sup>(p)</sup>	5.179,6	83,3	16,7	8,7	1,7	1,9	2,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

**3. Préstamos**

	IFM							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	5.794,2	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008	6.312,6	-	-	-	-	-	11.739,4	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 I	6.128,0	-	-	-	-	-	11.785,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
II	6.216,3	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
III	5.911,4	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
IV <sup>(p)</sup>	5.956,7	-	-	-	-	-	11.752,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.344,5	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	955,7	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008	2.282,0	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,8	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 I	2.101,0	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,1	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
II	1.999,7	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,6	40,2	59,8	42,6	1,1	3,9	7,6
III	1.894,0	45,5	54,5	29,9	2,7	3,1	12,6	914,0	40,4	59,6	41,9	1,5	3,8	7,6
IV <sup>(p)</sup>	1.913,5	45,9	54,1	29,5	2,5	3,0	12,6	915,5	39,9	60,1	42,0	1,5	3,7	8,1

**4. Valores distintos de acciones**

	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>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.210,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	1.979,5	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,4	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 I	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,2	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
II	2.123,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.962,4	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
III	2.117,9	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.997,4	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
IV <sup>(p)</sup>	2.079,5	94,8	5,2	3,0	0,2	0,3	1,4	2.980,6	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,3	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008	580,7	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,8	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 I	597,8	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,8	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
II	571,0	55,3	44,7	24,6	1,7	1,4	14,6	633,1	33,5	66,5	41,4	4,0	0,9	15,0
III	562,7	56,3	43,7	25,3	0,6	0,5	14,7	618,3	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
IV <sup>(p)</sup>	547,8	55,6	44,4	26,5	0,4	0,5	14,9	604,6	34,7	65,3	38,6	4,0	0,9	15,5

Fuente: BCE.

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



## 2.9 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 durante 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							
2009 Jul	5.013,5	371,1	1.938,0	1.441,1	652,1	209,2	402,0
Ago	5.105,3	374,7	1.969,3	1.496,8	660,6	209,2	394,7
Sep	5.161,5	348,9	1.998,6	1.544,8	680,3	205,1	383,9
Oct	5.170,9	351,1	2.017,5	1.522,0	687,1	207,0	386,0
Nov	5.235,1	340,2	2.043,3	1.560,5	692,6	207,3	391,1
Dic	5.363,9	343,0	2.076,2	1.671,0	707,5	211,8	354,4
2010 Ene <sup>(p)</sup>	5.396,8	344,0	2.124,6	1.633,2	709,2	214,3	371,6
Operaciones							
2009 II	107,1	-0,7	99,8	19,5	2,2	10,0	-23,8
III	171,9	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,0	-12,7
IV	98,5	-11,9	63,6	46,2	15,8	9,3	-24,5

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
							Fondos de inversión
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2009 Jul	5.013,5	102,8	4.553,1	3.728,6	480,0	824,5	357,6
Ago	5.105,3	105,8	4.648,5	3.803,9	491,5	844,6	350,9
Sep	5.161,5	96,7	4.738,3	3.875,3	513,9	862,9	326,6
Oct	5.170,9	95,6	4.742,3	3.867,4	522,2	874,9	333,0
Nov	5.235,1	96,3	4.802,7	3.902,3	528,1	900,4	336,1
Dic	5.363,9	99,3	4.959,2	4.009,4	538,6	949,8	305,5
2010 Ene <sup>(p)</sup>	5.396,8	98,2	4.980,9	4.032,3	539,0	948,6	317,6
Operaciones							
2009 II	107,1	0,3	93,5	75,0	20,9	18,5	13,3
III	171,9	0,9	185,8	99,2	16,8	86,6	-14,8
IV	98,5	3,0	118,0	74,1	15,1	44,0	-22,6

### 3. Participaciones en fondos de inversión según la política de inversión y el tipo de fondo

	Total	Fondos según su política de inversión					Fondos según el tipo de fondo de inversión			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009 Jun	4.280,5	1.425,5	1.077,2	1.093,3	224,5	79,3	380,6	4.212,8	67,6	1.269,1
Jul	4.553,1	1.494,0	1.249,6	1.111,3	227,2	78,2	392,7	4.485,3	67,8	1.285,4
Ago	4.648,5	1.515,9	1.293,0	1.139,7	230,5	78,2	391,3	4.580,4	68,1	1.285,2
Sep	4.738,3	1.531,4	1.344,8	1.164,8	226,8	77,4	393,1	4.670,4	67,8	1.253,0
Oct	4.742,3	1.546,7	1.321,9	1.178,3	231,6	78,8	385,0	4.674,5	67,8	1.246,2
Nov	4.802,7	1.560,2	1.348,7	1.194,0	234,1	78,8	387,0	4.735,1	67,6	1.223,7
Dic	4.959,2	1.577,0	1.449,2	1.215,3	239,2	84,4	394,1	4.888,1	71,1	1.201,6
2010 Ene <sup>(p)</sup>	4.980,9	1.609,5	1.412,2	1.229,0	243,9	90,9	395,5	4.910,0	70,9	1.215,1
Operaciones										
2009 Jul	131,0	41,4	84,4	0,2	1,0	-1,8	5,8	130,9	0,1	16,5
Ago	28,5	11,6	9,9	7,5	1,7	-0,8	-1,4	28,6	-0,1	5,3
Sep	26,3	4,4	9,9	12,9	0,0	-0,1	-0,8	25,7	0,6	-26,3
Oct	33,1	13,2	3,9	16,4	2,8	1,2	-4,4	33,2	-0,1	-5,2
Nov	19,7	8,6	5,4	4,0	1,2	-0,5	1,0	19,8	-0,1	-18,6
Dic	65,2	11,0	24,5	13,4	8,5	5,0	2,9	60,3	4,9	-36,7
2010 Ene <sup>(p)</sup>	54,6	15,7	7,5	11,1	8,3	8,0	4,0	54,6	0,0	10,1

Fuente: BCE.

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

**2.10 Valores mantenidos por los fondos de inversión <sup>1)</sup> según sus emisores**

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

**1. Valores distintos de acciones**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2009 I	1.710,7	1.234,0	340,9	628,6	151,6	4,1	108,7	476,7	142,4	183,5	22,6
II	1.872,9	1.293,8	357,9	635,7	173,2	4,0	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
III	1.998,6	1.384,6	388,6	668,9	185,9	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
IV <sup>(p)</sup>	2.076,2	1.413,0	387,6	688,9	187,0	5,5	144,0	663,2	199,0	251,9	15,9
<b>Operaciones</b>											
2009 II	99,8	32,1	3,5	10,2	11,3	-0,8	7,9	67,7	6,7	48,7	-2,6
III	69,9	47,6	10,6	20,9	6,1	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
IV <sup>(p)</sup>	63,6	25,5	-2,8	19,8	0,8	0,5	7,3	38,2	17,2	15,2	-6,1

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2009 I	1.070,6	503,0	48,1	-	26,2	19,8	408,8	567,5	89,3	190,8	47,9
II	1.251,6	566,2	69,8	-	28,6	16,8	450,2	685,5	110,8	210,9	59,7
III	1.544,8	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,4	127,0	265,1	61,8
IV <sup>(p)</sup>	1.671,0	721,5	97,1	-	36,1	23,9	564,3	949,5	138,3	295,3	65,8
<b>Operaciones</b>											
2009 II	19,5	-4,1	1,3	-	-1,4	-3,5	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
III	112,6	34,1	7,5	-	4,1	2,3	20,8	78,5	2,4	34,0	1,4
IV <sup>(p)</sup>	46,2	3,0	4,4	-	1,0	-0,6	-1,7	43,0	3,8	8,5	3,6

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2009 I	594,6	492,9	85,1	-	407,8	-	-	101,8	9,5	15,9	0,3
II	627,6	540,1	82,9	-	457,2	-	-	87,5	12,9	16,2	0,4
III	680,3	592,0	78,1	-	513,9	-	-	88,2	14,5	18,9	0,3
IV <sup>(p)</sup>	707,5	612,7	74,1	-	538,6	-	-	94,8	15,6	19,0	0,3
<b>Operaciones</b>											
2009 II	2,2	15,8	-5,1	-	20,9	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
III	9,1	10,6	-6,2	-	16,8	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
IV <sup>(p)</sup>	15,8	10,6	-4,5	-	15,1	-	-	5,2	0,9	0,4	0,1

Fuente: BCE.

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

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



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2009 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						442,2
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-21,9
<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	1.067,9	110,4	675,4	52,6	229,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	26,2	4,8	14,2	3,5	3,8	
Consumo de capital fijo	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,7
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	625,3	33,7	222,3	308,2	61,2	91,2
Intereses	382,6	31,4	60,6	229,4	61,1	54,0
Otra renta de la propiedad	242,7	2,3	161,6	78,7	0,0	37,2
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	238,2	200,9	32,3	4,8	0,3	1,2
Cotizaciones sociales	410,1	410,1				1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	446,4	1,4	15,8	31,1	398,0	0,8
Otras transferencias corrientes	178,2	67,8	24,3	42,8	43,3	7,2
Primas netas de seguros no vida	41,4	30,7	9,1	0,9	0,7	1,0
Indemnizaciones de seguros no vida	41,2			41,2		0,5
Otras	95,6	37,1	15,2	0,7	42,6	5,6
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.774,9	1.303,9			471,0	
Gasto en consumo individual	1.589,6	1.303,9			285,7	
Gasto en consumo colectivo	185,3				185,3	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,0	0,1	0,6	14,3	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	434,1	139,9	225,4	11,4	57,3	
Formación bruta de capital fijo	443,2	138,2	236,3	11,3	57,4	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-9,1	1,7	-10,9	0,1	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,2	-2,3	0,8	0,1	1,1	0,2
Transferencias de capital	34,1	7,8	1,0	1,9	23,4	3,5
Impuestos sobre el capital	6,7	5,5	0,2	1,0		0,0
Otras transferencias de capital	27,4	2,4	0,8	0,9	23,4	3,5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-2,6	59,8	50,5	27,1	-139,9	2,6
Discrepancia estadística	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles 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>2009 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						420,3
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.013,5	499,9	1.134,3	101,5	277,8	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	217,4					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.230,9					
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	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
Remuneración de los asalariados	1.069,2	1.069,2				3,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	244,6				244,6	-1,0
Renta de la propiedad	620,9	211,8	85,6	306,8	16,8	95,6
Intereses	373,1	56,8	38,6	269,2	8,5	63,5
Otra renta de la propiedad	247,9	155,0	47,0	37,6	8,2	32,0
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	238,7				238,7	0,7
Cotizaciones sociales	410,1	1,1	16,5	46,2	346,3	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	444,4	444,4				2,7
Otras transferencias corrientes	155,5	87,0	8,8	42,3	17,4	29,8
Primas netas de seguros no vida	41,2			41,2		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	40,5	33,4	6,2	0,6	0,3	1,2
Otras	73,8	53,6	2,6	0,5	17,1	27,5
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,0	15,0				0,0
<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	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,6	9,9	17,2	1,0	7,5	2,0
Impuestos sobre el capital	6,7				6,7	0,0
Otras transferencias de capital	28,9	9,9	17,2	1,0	0,7	2,0
<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>Balance inicial, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.161,2	14.660,5	32.623,9	12.177,6	6.140,3	3.367,8	15.061,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				234,0				
Efectivo y depósitos		6.303,3	1.732,6	9.960,4	2.054,5	846,4	751,3	3.888,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,1	91,8	640,7	381,3	349,5	25,2	829,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.396,9	144,1	6.150,5	1.879,4	2.049,1	353,0	3.168,3
Préstamos		68,7	2.841,3	12.808,3	2.957,9	425,0	468,5	1.806,8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		49,8	1.650,0	9.764,5	2.472,9	310,3	358,2	.
Acciones y otras participaciones		3.790,9	6.560,0	1.915,9	4.707,6	2.022,1	1.167,3	4.658,1
Acciones cotizadas		643,9	1.090,4	488,6	1.362,5	426,0	265,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.830,6	5.131,6	1.089,1	2.767,3	434,0	773,8	.
Participaciones en fondos de inversión		1.316,3	338,0	338,2	577,8	1.162,1	128,3	.
Reservas técnicas de seguro		5.296,1	143,2	1,9	0,0	187,7	3,2	153,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		260,1	3.147,5	912,2	196,9	260,6	599,4	556,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones con activos financieros		90,9	28,3	-600,0	147,5	59,1	-55,2	9,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				0,1				-0,1
Efectivo y depósitos		-0,8	39,6	-571,6	2,2	-1,9	-70,9	-121,7
Valores distintos de acciones, corto plazo		-4,0	-8,0	-8,3	0,3	-0,8	-0,8	30,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		8,8	-15,1	38,8	63,9	27,2	8,2	12,6
Préstamos		1,0	5,8	-52,1	-17,1	0,2	20,2	-23,7
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,7	-25,3	36,7	-33,0	2,4	15,8	.
Acciones y otras participaciones		22,0	60,0	-14,0	80,5	37,3	-9,7	114,4
Acciones cotizadas		-0,6	42,5	-14,0	86,6	-74,1	2,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		12,1	24,6	11,7	-16,8	-0,9	-18,9	.
Participaciones en fondos de inversión		10,4	-7,0	-11,6	10,6	112,4	6,6	.
Reservas técnicas de seguro		60,5	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,0	6,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		3,5	-53,7	7,1	17,7	-3,5	-2,2	-9,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		457,9	659,0	129,9	363,9	145,6	57,2	285,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				51,9				
Efectivo y depósitos		-1,6	-12,6	-53,9	-4,6	0,6	0,7	-65,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		0,3	6,5	-1,3	-2,3	0,4	0,0	-4,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		28,7	20,3	31,7	38,3	32,2	2,0	-3,6
Préstamos		0,0	1,8	-50,9	-10,5	-0,2	-0,3	6,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,0	10,8	-24,2	6,4	0,3	-0,3	.
Acciones y otras participaciones		348,8	586,6	156,3	347,8	113,4	54,1	360,5
Acciones cotizadas		90,4	124,4	64,5	246,0	51,7	36,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		173,7	448,7	80,2	93,9	22,5	11,1	.
Participaciones en fondos de inversión		84,6	13,5	11,6	7,9	39,2	6,8	.
Reservas técnicas de seguro		94,2	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-0,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-12,5	56,3	-4,0	-4,8	-0,2	0,8	-7,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		17.710,0	15.347,8	32.153,7	12.689,0	6.345,0	3.369,8	15.355,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				285,9				
Efectivo y depósitos		6.300,9	1.759,6	9.334,9	2.052,1	845,1	681,1	3.701,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		41,4	90,4	631,2	379,3	349,1	24,4	854,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.434,4	149,3	6.221,0	1.981,6	2.108,4	363,2	3.177,2
Préstamos		69,7	2.848,9	12.705,3	2.930,3	425,0	488,3	1.789,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		50,5	1.635,5	9.777,0	2.446,3	313,0	373,7	.
Acciones y otras participaciones		4.161,7	7.206,6	2.058,3	5.135,9	2.172,8	1.211,7	5.133,0
Acciones cotizadas		733,7	1.257,3	539,2	1.695,2	403,6	303,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.016,5	5.604,9	1.180,9	2.844,4	455,6	766,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.411,4	344,4	338,2	596,4	1.313,7	141,7	.
Reservas técnicas de seguro		5.450,9	142,9	1,9	0,0	187,7	3,2	160,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		251,1	3.150,1	915,3	209,7	256,8	598,0	539,8
<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>2009 III</b>								
<b>Balance inicial, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.407,6	23.202,6	31.800,3	11.966,9	6.295,3	7.955,9	13.330,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,4	22.696,3	30,1	0,0	253,7	2.531,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			293,2	727,0	75,8	9,7	1.010,9	246,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			512,3	4.523,0	2.343,6	30,5	4.960,4	2.771,4
Préstamos		5.735,3	8.375,4		2.722,4	267,5	1.307,0	2.968,9
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.363,9	5.894,4		1.838,5	84,4	1.094,2	.
Acciones y otras participaciones			10.694,2	2.784,5	6.572,5	423,6	4,5	4.336,3
Acciones cotizadas			2.802,8	450,0	113,0	141,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,3	7.891,4	1.065,6	2.338,5	281,3	4,5	.
Participaciones en fondos de inversión				1.268,9	4.121,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,8	331,8	65,1	0,8	5.353,9	0,4	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		632,2	2.970,3	1.004,3	221,7	210,2	419,0	475,3
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.497,3	10.753,6	-8.542,1	823,6	210,7	-155,0	-4.588,1	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones con pasivos		31,2	-22,2	-645,2	166,5	58,1	84,7	6,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-660,7	-3,0	0,0	-5,2	-56,4
Valores distintos de acciones, corto plazo			8,1	-42,8	-1,9	-1,3	41,7	5,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			12,3	40,2	20,2	2,2	67,9	1,3
Préstamos		24,3	-72,9		1,4	-7,7	6,4	-17,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		32,4	-10,1		-5,0	0,2	6,5	.
Acciones y otras participaciones			47,7	-6,6	171,7	0,2	0,8	76,7
Acciones cotizadas			9,7	5,3	1,4	0,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	38,0	-3,0	-30,9	0,1	0,8	.
Participaciones en fondos de inversión				-8,9	201,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,7	1,8	0,0	65,2	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		6,8	-18,1	23,0	-21,9	-0,4	-26,9	-2,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-2,6	59,7	50,6	45,1	-19,1	1,0	-139,9	2,6
<b>Cuenta de otras variaciones de los pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		-3,3	1.150,2	170,2	312,9	144,5	67,0	205,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-109,3	0,0	0,0	0,0	-27,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			-1,9	-4,0	-1,1	0,0	-1,0	7,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			10,5	18,8	-0,2	-0,1	75,6	45,0
Préstamos		-2,9	6,0		-26,6	-0,2	-0,2	-30,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-1,9	2,9		6,3	0,0	-0,2	.
Acciones y otras participaciones			1.136,3	230,5	324,7	53,7	0,0	222,1
Acciones cotizadas			456,6	140,2	36,8	34,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	679,7	97,6	55,2	19,1	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-7,3	232,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	93,3	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-0,4	-0,8	34,3	16,1	-2,2	-7,4	-11,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-28,1	461,2	-491,2	-40,3	51,0	1,1	-9,8	80,0
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		6.435,5	24.330,6	31.325,3	12.446,4	6.498,0	8.107,6	13.541,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,4	21.926,3	27,1	0,0	248,5	2.447,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			299,4	680,2	72,8	8,4	1.051,6	258,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			535,2	4.582,0	2.363,7	32,6	5.103,9	2.817,7
Préstamos		5.756,6	8.308,5		2.697,2	259,6	1.313,2	2.921,5
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.394,4	5.887,2		1.839,9	84,5	1.100,5	.
Acciones y otras participaciones			11.878,2	3.008,4	7.068,9	477,5	5,3	4.635,2
Acciones cotizadas			3.269,2	595,5	151,1	176,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,4	8.609,1	1.160,3	2.362,8	300,5	5,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.252,7	4.555,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,9	332,5	66,9	0,8	5.512,4	0,4	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		638,6	2.951,4	1.061,6	215,9	207,5	384,7	461,2
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.528,0	11.274,5	-8.982,7	828,4	242,6	-153,0	-4.737,8	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.906,7	4.069,1	4.255,2	4.398,2	4.432,2	4.439,1	4.438,1	4.431,2
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	129,8	128,6	136,7	135,2	131,7	129,7	123,0	119,6
Consumo de capital fijo	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
<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								
Renta de la propiedad	2.585,6	3.012,8	3.584,1	3.859,6	3.861,8	3.749,6	3.516,9	3.254,5
Intereses	1.344,5	1.643,2	2.057,2	2.298,0	2.308,2	2.220,5	2.062,8	1.849,9
Otra renta de la propiedad	1.241,1	1.369,6	1.526,9	1.561,6	1.553,7	1.529,1	1.454,1	1.404,7
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,9	1.028,2	1.111,8	1.142,3	1.124,2	1.112,9	1.075,1	1.044,8
Cotizaciones sociales	1.477,8	1.540,5	1.596,3	1.646,3	1.661,6	1.669,6	1.670,5	1.674,3
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,2	1.597,4	1.648,4	1.666,2	1.690,0	1.721,3	1.752,8
Otras transferencias corrientes	712,0	723,6	753,2	782,7	790,5	784,7	775,8	765,7
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,9	184,2	188,3	189,1	186,4	182,7	178,0
Derechos de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Otras	351,9	363,4	384,8	405,7	411,3	410,8	409,8	409,1
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,0	6.631,4	6.892,3	7.117,3	7.155,1	7.165,3	7.160,8	7.156,4
Gasto en consumo individual	5.690,2	5.946,3	6.181,5	6.376,9	6.405,7	6.405,4	6.393,7	6.382,6
Gasto en consumo colectivo	664,8	685,1	710,8	740,3	749,4	759,9	767,1	773,8
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	59,8	64,5	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.716,2	1.876,5	2.021,2	2.073,7	2.065,2	1.998,6	1.900,2	1.819,5
Formación bruta de capital fijo	1.708,1	1.852,5	1.993,0	2.046,8	2.027,8	1.975,0	1.903,4	1.842,9
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	8,1	24,0	28,2	26,9	37,4	23,6	-3,1	-23,4
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,4	-1,1	0,2	0,7	1,1	0,7	0,4
Transferencias de capital	183,6	170,0	151,2	163,8	164,6	161,8	169,3	168,1
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Otras transferencias de capital	159,2	147,4	126,9	139,6	140,7	138,2	140,7	139,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	14,3	-13,9	23,1	-94,9	-132,6	-149,1	-129,4	-98,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles 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	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.294,1	7.633,5	8.039,2	8.277,2	8.300,6	8.251,6	8.169,2	8.118,1
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,2	913,8	959,4	953,6	947,2	929,6	912,0	899,6
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.139,3	8.547,3	8.998,6	9.230,8	9.247,8	9.181,3	9.081,3	9.017,7
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
Remuneración de los asalariados	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,0	1.103,2	1.094,8	1.084,5	1.064,9	1.042,2	1.028,6
Renta de la propiedad	2.584,0	3.017,4	3.585,4	3.799,8	3.782,5	3.666,3	3.448,3	3.193,7
Intereses	1.319,1	1.613,7	2.016,3	2.240,7	2.250,8	2.161,2	2.004,9	1.792,3
Otra renta de la propiedad	1.264,9	1.403,7	1.569,0	1.559,1	1.531,7	1.505,1	1.443,4	1.401,4
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,2	1.150,6	1.132,5	1.121,0	1.081,6	1.050,5
Cotizaciones sociales	1.477,0	1.539,8	1.595,5	1.645,8	1.661,0	1.668,8	1.669,5	1.673,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,2	1.588,4	1.639,9	1.658,0	1.681,9	1.713,4	1.745,1
Otras transferencias corrientes	630,4	635,5	661,0	681,1	685,9	681,2	674,0	663,3
Primas netas de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Derechos de seguros no vida	178,3	177,1	181,5	185,5	186,5	183,7	179,9	175,2
Otras	271,6	278,2	295,4	306,9	309,2	310,0	310,7	309,5
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	63,1	60,0	64,6	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,7	184,5	165,9	177,0	175,5	170,2	177,8	176,9
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Otras transferencias de capital	172,3	161,9	141,6	152,7	151,6	146,7	149,2	147,9
<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)

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.338,0	1.414,2	1.497,8	1.544,2	1.550,3	1.543,7	1.530,7	1.519,8
Intereses, recursos (+)	225,5	261,7	305,1	336,3	336,7	324,2	300,7	270,0
Intereses, empleos (-)	130,5	163,4	208,9	233,9	233,0	216,5	190,9	161,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	702,8	748,3	792,9	808,4	798,8	793,2	768,7	753,9
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	9,9	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,3	851,6	889,3	891,8	889,1	875,8	869,3
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,8	1.536,5	1.592,1	1.641,9	1.657,2	1.665,2	1.666,0	1.669,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,7	1.582,8	1.634,1	1.652,2	1.676,0	1.707,6	1.739,2
Transferencias corrientes netas (+)	66,3	66,4	68,9	69,8	71,0	72,8	76,1	79,1
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.383,6</b>	<b>5.602,8</b>	<b>5.848,3</b>	<b>6.024,4</b>	<b>6.057,6</b>	<b>6.076,4</b>	<b>6.087,2</b>	<b>6.091,0</b>
Gasto en consumo final (-)	4.690,7	4.898,2	5.088,6	5.247,2	5.261,6	5.245,2	5.221,5	5.196,7
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,5	64,1	64,9	64,8	64,3	62,6
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>753,5</b>	<b>767,4</b>	<b>819,3</b>	<b>841,3</b>	<b>860,8</b>	<b>896,0</b>	<b>929,9</b>	<b>956,8</b>
Consumo de capital fijo (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Transferencias de capital netas (+)	24,0	18,7	12,4	14,9	15,3	15,1	16,0	18,0
Otras variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup> (+)	480,3	508,8	72,3	-1.196,8	-1.612,1	-1.222,9	-650,1	105,5
<b>= Variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup></b>	<b>932,2</b>	<b>950,1</b>	<b>538,6</b>	<b>-720,8</b>	<b>-1.119,6</b>	<b>-698,2</b>	<b>-92,8</b>	<b>689,9</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	550,4	603,2	642,4	651,9	642,3	621,7	595,4	571,1
Consumo de capital fijo (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,5	305,4	424,1	428,9	435,9	381,4	283,6	194,9
Efectivo y depósitos	246,9	284,3	349,8	392,4	437,0	397,6	335,4	257,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	13,5	-9,1	-4,0	-24,9	-22,7
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	-20,2	20,1	34,2	23,0	8,0	-12,3	-26,9	-39,8
Activos a largo plazo	411,4	329,3	156,5	41,8	41,4	96,2	200,3	323,9
Depósitos	-8,7	1,2	-26,1	-34,8	-24,7	-10,7	17,3	57,0
Valores distintos de acciones	-2,4	36,2	4,5	62,3	49,0	49,6	36,6	48,8
Acciones y otras participaciones	129,9	-24,9	-87,6	-196,5	-157,6	-109,4	-30,7	28,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	63,3	-8,6	-7,9	-49,1	-11,1	7,2	37,9	49,3
Participaciones en fondos de inversión	66,5	-16,3	-79,7	-147,4	-146,5	-116,5	-68,5	-21,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,6	316,8	265,7	210,8	174,7	166,7	177,1	190,0
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	398,0	401,6	350,1	238,7	200,4	149,6	119,9	98,5
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	355,3	283,7	184,2	82,6	19,9	10,1	-15,8
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	425,9	469,3	53,8	-998,2	-1.352,4	-1.037,2	-601,1	-16,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	109,3	46,5	24,5	-183,9	-254,5	-198,1	-102,8	43,9
Otros flujos netos (+)	-47,7	-57,1	-47,2	-42,5	-48,3	-26,1	40,4	61,2
<b>= Variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup></b>	<b>932,2</b>	<b>950,1</b>	<b>538,6</b>	<b>-720,8</b>	<b>-1.119,6</b>	<b>-698,2</b>	<b>-92,8</b>	<b>689,9</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.484,4	4.748,2	5.211,0	5.542,9	5.719,6	5.788,6	5.797,8	5.763,3
Efectivo y depósitos	4.174,0	4.454,4	4.843,3	5.104,7	5.312,9	5.374,4	5.430,1	5.397,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	296,4	257,6	296,0	348,5	328,0	346,5	312,0	315,6
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	14,0	36,1	71,6	89,7	78,6	67,7	55,8	50,2
Activos a largo plazo	11.000,4	11.893,9	12.075,5	10.871,4	10.452,5	10.252,1	10.694,9	11.285,2
Depósitos	992,7	997,0	931,3	864,6	875,9	855,5	873,3	903,3
Valores distintos de acciones	1.248,0	1.289,9	1.279,2	1.306,6	1.342,4	1.353,9	1.386,3	1.425,7
Acciones y otras participaciones	4.510,5	4.994,5	4.962,3	3.823,9	3.411,3	3.208,6	3.478,9	3.846,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.186,5	3.594,5	3.618,4	2.766,3	2.450,5	2.283,2	2.474,6	2.750,2
Participaciones en fondos de inversión	1.324,0	1.400,0	1.343,9	1.057,6	960,8	925,5	1.004,3	1.095,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.249,2	4.612,5	4.902,7	4.876,2	4.822,9	4.834,1	4.956,5	5.110,2
Otros activos netos (+)	33,5	18,2	3,5	18,2	-3,1	-23,9	-3,8	-17,4
Pasivos (-)								
Préstamos	4.767,9	5.181,2	5.520,2	5.667,3	5.706,7	5.698,2	5.735,3	5.756,6
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.938,7	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>10.750,3</b>	<b>11.479,0</b>	<b>11.769,7</b>	<b>10.765,2</b>	<b>10.462,3</b>	<b>10.318,6</b>	<b>10.753,6</b>	<b>11.274,5</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.4 Sociedades no financieras

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

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.164,2	4.372,1	4.620,7	4.756,8	4.758,7	4.702,5	4.622,1	4.568,8
Remuneración de los asalariados (-)	2.471,4	2.583,9	2.711,6	2.807,3	2.828,1	2.825,5	2.817,2	2.803,0
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	72,8	74,7	79,9	79,6	76,6	75,2	70,2	67,2
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.620,0	1.713,4	1.829,2	1.869,9	1.853,9	1.801,9	1.734,8	1.698,6
Consumo de capital fijo (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	950,3	1.012,0	1.090,8	1.104,7	1.080,2	1.021,4	949,8	910,0
Renta de la propiedad, recursos (+)	433,5	500,3	572,4	593,4	591,5	571,3	545,1	521,9
Intereses, recursos	141,3	169,6	199,0	225,2	227,0	216,6	200,7	181,3
Otra renta de la propiedad, recursos	292,2	330,7	373,4	368,2	364,6	354,8	344,4	340,5
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,2	284,2	345,7	396,3	402,5	384,1	353,5	313,4
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.147,5	1.228,1	1.317,5	1.301,8	1.269,3	1.208,6	1.141,3	1.118,5
Renta distribuida (-)	857,6	925,7	986,3	1.027,4	1.023,1	1.016,4	988,4	959,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	189,8	212,1	212,8	195,4	188,6	167,9	146,8
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	64,3	64,9	65,5	65,6	66,2	66,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	61,7	62,7	63,0	63,0	63,2	63,3
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,4	65,8	55,9	58,9	59,3	59,5	60,5	62,4
= <b>Ahorro neto</b>	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	255,1	315,1	367,1	373,7	360,2	305,4	223,3	162,6
Formación bruta de capital fijo (+)	915,8	990,6	1.078,9	1.114,5	1.098,7	1.063,9	1.013,5	975,8
Consumo de capital fijo (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	9,1	25,9	26,6	24,4	35,3	22,0	-5,2	-24,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,9	159,0	156,7	86,5	41,7	-17,6	19,4	57,0
Efectivo y depósitos	113,7	146,3	154,4	89,4	15,6	-5,3	9,8	37,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,5	-19,1	6,6	30,6	27,7	33,0	43,3
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	6,9	10,1	21,4	-9,6	-4,5	-40,0	-23,4	-23,5
Activos a largo plazo	400,5	525,9	718,3	677,4	671,3	671,7	555,6	429,3
Depósitos	30,8	31,0	11,3	14,7	9,2	19,2	29,5	18,5
Valores distintos de acciones	-34,9	4,8	-38,5	-50,6	-35,5	8,7	-39,2	-57,4
Acciones y otras participaciones	241,3	288,9	428,8	396,3	380,7	385,6	342,4	304,7
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	163,3	201,3	316,7	317,1	316,9	258,2	222,9	163,4
Otros activos netos (+)	103,0	120,8	156,3	20,6	9,1	-119,2	-99,9	-99,5
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	454,8	741,8	808,0	791,8	729,1	560,9	409,3	220,1
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	271,7	456,3	557,8	501,6	405,6	278,1	120,5	-26,3
de la cual: valores distintos de acciones	12,4	41,3	42,6	41,7	49,7	63,9	79,9	87,9
Acciones y otras participaciones	280,6	245,5	455,7	283,0	281,3	253,5	284,0	298,8
Acciones cotizadas	104,5	41,5	70,3	-2,5	2,6	13,2	45,5	56,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	176,1	204,0	385,4	285,5	278,7	240,4	238,5	242,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,5	72,3	69,0	78,6	77,9	79,1	77,6	77,1
= <b>Ahorro neto</b>	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.507,3	1.671,5	1.808,0	1.844,4	1.861,1	1.841,9	1.877,6	1.911,7
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,2	1.507,6	1.536,6	1.540,9	1.510,4	1.550,5	1.579,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,8	161,0	182,8	187,8	210,5	213,7	224,4
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	101,5	119,5	139,4	125,0	132,4	121,0	113,4	108,3
Activos a largo plazo	8.790,3	10.140,7	10.942,8	9.971,7	9.299,4	9.057,0	9.492,3	10.143,2
Depósitos	116,5	151,6	184,2	174,9	186,5	183,6	182,1	180,6
Valores distintos de acciones	283,1	287,7	238,2	168,2	192,5	173,9	122,5	131,4
Acciones y otras participaciones	6.426,6	7.562,3	8.082,9	6.951,5	6.168,2	5.880,3	6.346,3	6.982,3
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.964,1	2.139,1	2.437,4	2.677,1	2.752,3	2.819,2	2.841,3	2.848,9
Otros activos netos (+)	278,2	326,9	400,4	410,7	389,4	339,3	345,8	367,0
Pasivos								
Deuda	7.196,3	7.868,7	8.642,6	9.220,2	9.379,3	9.468,8	9.512,7	9.475,6
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.529,2	3.984,9	4.530,9	4.863,9	4.929,5	4.911,1	4.886,3	4.810,9
de la cual: valores distintos de acciones	684,4	703,6	706,8	736,5	757,2	776,0	805,5	834,5
Acciones y otras participaciones	11.177,7	13.131,7	14.219,3	11.697,1	10.606,5	9.947,1	10.694,2	11.878,2
Acciones cotizadas	3.673,4	4.438,5	4.902,6	3.385,1	2.823,8	2.480,6	2.802,8	3.269,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.504,3	8.693,2	9.316,7	8.312,0	7.782,7	7.466,5	7.891,4	8.609,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	25,5	67,5	92,2	90,7	106,7	54,9	38,6	21,1
Efectivo y depósitos	7,2	10,6	6,4	32,4	57,0	18,2	12,5	0,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,5	3,6	3,1	21,7	20,3	16,8	9,4	6,6
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	18,8	53,3	82,7	36,6	29,5	19,9	16,8	14,6
Activos a largo plazo	282,5	310,8	201,3	133,6	108,9	96,5	133,6	185,2
Depósitos	17,5	72,8	49,6	6,2	2,2	9,2	9,3	17,8
Valores distintos de acciones	132,1	128,9	77,5	81,2	64,1	78,9	42,0	51,8
Préstamos	-4,7	-2,0	-14,2	16,0	25,1	-1,5	12,1	11,6
Acciones cotizadas	31,1	-2,7	-1,8	-10,8	-15,7	-13,2	-16,5	-85,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	18,8	27,4	27,0	27,3	28,7	22,0	14,7	1,6
Participaciones en fondos de inversión	87,6	86,5	63,2	13,7	4,4	1,2	72,2	187,7
Otros activos netos (+)	-5,9	4,7	-22,7	13,6	39,0	17,5	33,0	14,2
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,9	5,4	9,3	9,9	7,0	7,3
Préstamos	10,2	43,2	3,9	-12,3	22,4	0,1	13,0	9,9
Acciones y otras participaciones	10,4	9,6	1,8	-9,4	-0,6	2,9	2,8	5,3
Reservas técnicas de seguro	335,3	324,4	290,7	238,5	182,1	165,2	177,4	190,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	291,6	318,1	286,9	221,1	174,1	160,1	171,9	186,6
Reservas para primas y para siniestros	43,8	6,2	3,9	17,4	8,0	5,0	5,6	3,8
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones</b>	<b>-53,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-29,5</b>	<b>15,7</b>	<b>41,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de los activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	188,8	174,5	8,7	-413,8	-542,3	-427,6	-284,9	-66,2
Otros activos netos	75,5	-36,3	-54,7	-15,9	23,3	-9,8	52,5	78,5
<b>Otras variaciones de los pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	122,8	39,6	-36,3	-145,2	-185,6	-190,4	-124,1	-52,6
Reservas técnicas de seguro	141,8	51,2	22,5	-186,8	-247,4	-194,9	-98,5	50,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	150,8	47,7	22,6	-179,9	-247,4	-190,7	-95,2	52,1
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,5	0,0	-6,9	0,0	-4,2	-3,3	-1,6
<b>= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto</b>	<b>-0,4</b>	<b>47,4</b>	<b>-32,2</b>	<b>-97,6</b>	<b>-86,1</b>	<b>-52,1</b>	<b>-9,9</b>	<b>14,4</b>
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	435,3	511,0	596,3	668,0	707,8	717,3	705,6	692,0
Efectivo y depósitos	146,6	156,6	163,1	188,4	222,9	214,7	198,5	192,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	75,6	81,6	82,5	99,0	100,2	113,0	103,7	104,9
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	213,1	272,7	350,6	380,6	384,6	389,6	403,5	394,4
Activos a largo plazo	4.702,8	5.126,3	5.288,1	5.047,0	4.865,5	4.814,1	4.986,4	5.208,5
Depósitos	514,8	589,9	634,3	637,6	637,4	646,3	647,9	652,4
Valores distintos de acciones	1.784,6	1.855,2	1.885,3	1.965,2	1.956,6	1.992,7	1.995,1	2.063,1
Préstamos	413,3	407,8	395,9	414,8	421,3	420,5	425,0	425,0
Acciones cotizadas	631,1	713,8	707,4	516,9	405,6	370,4	426,0	403,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	431,5	503,1	539,4	484,1	462,5	435,5	434,0	455,6
Participaciones en fondos de inversión	927,6	1.056,4	1.125,8	1.028,5	982,1	948,7	1.058,4	1.208,8
Otros activos netos (+)	179,2	206,8	176,7	190,8	226,3	228,5	238,1	237,0
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	21,4	35,9	35,2	36,7	43,2	42,2	40,2	41,0
Préstamos	196,5	236,5	237,2	247,7	263,9	263,6	267,5	259,6
Acciones y otras participaciones	627,6	676,8	642,3	524,8	456,1	397,1	423,6	477,5
Reservas técnicas de seguro	4.583,0	4.958,6	5.271,9	5.271,5	5.206,5	5.222,9	5.353,9	5.512,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.896,9	4.262,7	4.572,2	4.559,9	4.498,9	4.513,6	4.641,3	4.798,7
Reservas para primas y para siniestros	686,1	695,9	699,7	711,5	707,6	709,3	712,6	713,7
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>-111,1</b>	<b>-63,7</b>	<b>-125,4</b>	<b>-174,9</b>	<b>-170,2</b>	<b>-165,9</b>	<b>-155,0</b>	<b>-153,0</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

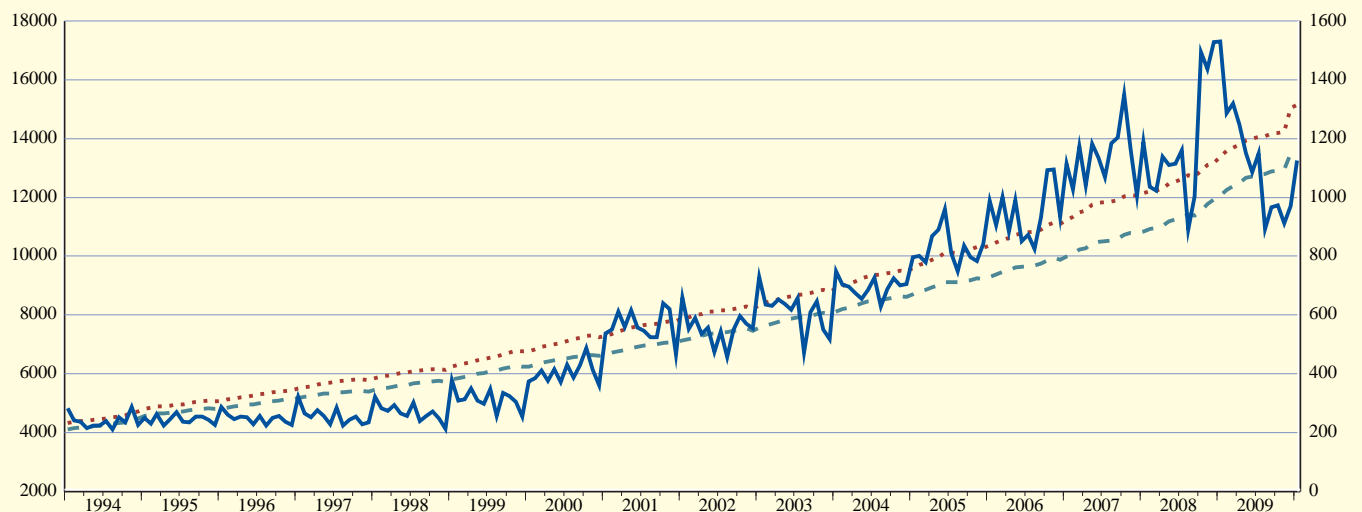
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2009 Ene	14.243,5	1.500,6	94,0	12.061,3	1.451,4	135,7	13.376,2	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
Feb	14.436,7	1.260,2	190,8	12.248,3	1.200,9	184,9	13.580,7	1.286,5	204,4	11,0	157,1	13,1
Mar	14.608,7	1.318,1	170,4	12.384,4	1.229,9	134,5	13.686,2	1.318,7	149,9	11,9	134,4	15,2
Abr	14.685,5	1.233,7	79,5	12.484,1	1.167,4	102,4	13.797,5	1.247,9	109,0	12,0	91,1	14,6
May	14.893,7	1.160,0	208,1	12.658,3	1.070,7	174,2	13.940,4	1.151,2	173,1	12,1	113,2	13,1
Jun	14.983,2	1.088,9	89,1	12.718,1	1.006,8	59,1	14.005,3	1.087,0	68,8	11,9	87,4	10,6
Jul	15.014,2	1.124,3	31,5	12.773,2	1.069,7	55,7	14.071,2	1.148,8	67,3	11,7	101,1	10,5
Ago	15.063,3	883,2	48,1	12.803,5	827,4	29,3	14.091,8	893,4	22,6	11,0	60,7	8,9
Sep	15.168,3	965,6	106,2	12.881,6	882,4	79,2	14.161,3	966,1	83,4	12,0	144,8	9,0
Oct	15.160,5	950,7	-7,1	12.902,6	901,1	21,6	14.182,4	972,4	24,4	10,9	-1,3	7,5
Nov	15.216,2	888,5	55,9	12.960,4	846,2	58,1	14.243,9	912,0	66,6	9,6	42,7	6,4
Dic	15.756,1	935,8	-45,2	13.501,3	882,3	-44,3	15.030,9	970,7	-43,4	8,1	35,6	5,3
2010 Ene	.	.	.	13.587,1	1.019,9	85,0	15.152,2	1.125,7	100,1	7,7	72,3	4,8
<b>A largo plazo</b>												
2009 Ene	12.653,3	291,6	74,1	10.590,2	276,8	88,3	11.719,1	300,3	88,9	8,1	115,4	10,5
Feb	12.823,6	301,5	169,2	10.752,5	270,5	161,4	11.892,5	297,6	173,5	9,2	136,3	10,6
Mar	13.003,9	319,9	150,5	10.922,7	280,3	140,4	12.027,1	301,9	141,6	10,3	138,9	13,2
Abr	13.079,9	292,4	79,2	10.990,7	257,6	71,3	12.104,9	276,4	74,7	10,3	71,4	13,9
May	13.283,1	339,2	204,3	11.160,9	281,4	171,4	12.255,9	301,8	175,6	10,6	112,9	13,3
Jun	13.403,7	313,2	118,9	11.269,6	274,6	106,7	12.383,8	308,5	126,9	10,8	99,7	11,9
Jul	13.429,3	269,4	25,8	11.301,7	248,0	32,4	12.424,4	272,9	41,3	10,8	82,5	11,2
Ago	13.486,2	131,6	56,7	11.343,6	109,0	41,6	12.464,7	121,9	45,8	10,5	94,0	10,3
Sep	13.558,2	223,6	72,0	11.417,9	197,0	74,3	12.527,7	222,6	74,5	11,5	120,0	9,9
Oct	13.617,6	244,5	57,9	11.473,3	216,1	53,8	12.579,5	235,4	55,7	11,7	52,8	9,5
Nov	13.704,8	199,5	86,2	11.556,3	178,8	82,0	12.659,1	193,9	84,8	10,8	51,1	8,4
Dic	14.226,0	168,6	-19,1	12.086,5	153,1	-10,1	13.412,2	166,1	-16,9	9,2	-13,1	6,2
2010 Ene	.	.	.	12.158,2	271,4	72,2	13.516,0	302,6	88,0	9,1	130,9	6,8

### C15 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 realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	13.175	5.273	1.925	701	4.937	340	1.177	816	75	100	162	24
2009	15.031	5.376	2.973	799	5.510	373	1.124	738	58	85	221	22
2009 I	13.686	5.396	2.032	723	5.191	343	1.378	922	78	92	250	35
II	14.005	5.437	2.111	757	5.348	351	1.162	749	62	90	241	20
III	14.161	5.431	2.135	785	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
IV	15.031	5.376	2.973	799	5.510	373	952	628	49	72	182	20
2009 Oct	14.182	5.382	2.145	794	5.498	363	972	599	44	79	229	21
Nov	14.244	5.389	2.156	796	5.537	366	912	590	37	69	197	20
Dic	15.031	5.376	2.973	799	5.510	373	971	695	68	69	121	18
2010 Ene	15.152	5.425	3.002	809	5.549	368	1.126	713	73	69	258	14
	A corto plazo											
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.619	733	69	70	725	21	874	639	14	68	137	15
2009 I	1.659	839	42	98	663	18	1.078	806	17	74	154	27
II	1.621	785	37	85	699	16	866	631	14	69	139	13
III	1.634	751	31	82	752	19	797	569	10	71	139	8
IV	1.619	733	69	70	725	21	753	550	14	60	116	13
2009 Oct	1.603	710	35	79	760	18	737	513	14	62	134	13
Nov	1.585	706	34	74	751	19	718	515	9	58	121	15
Dic	1.619	733	69	70	725	21	805	621	20	59	93	12
2010 Ene	1.636	740	69	73	741	13	823	594	20	61	143	5
	A largo plazo <sup>2)</sup>											
2008	11.585	4.451	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.412	4.643	2.903	729	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 I	12.027	4.558	1.991	625	4.529	325	300	116	61	18	96	8
II	12.384	4.652	2.074	673	4.650	335	296	119	48	21	102	7
III	12.528	4.680	2.105	703	4.700	339	206	83	33	14	72	4
IV	13.412	4.643	2.903	729	4.784	353	198	78	35	13	66	6
2009 Oct	12.580	4.672	2.110	714	4.739	345	235	85	30	17	95	8
Nov	12.659	4.683	2.122	721	4.786	348	194	75	28	11	76	5
Dic	13.412	4.643	2.903	729	4.784	353	166	74	48	10	28	7
2010 Ene	13.516	4.685	2.933	735	4.808	355	303	118	53	8	115	8
	<i>del cual: a tipo fijo</i>											
2008	7.615	2.327	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.710	2.607	897	598	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 I	7.934	2.395	701	491	4.094	253	208	72	27	18	86	5
II	8.249	2.493	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.375	2.528	767	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
IV	8.710	2.607	897	598	4.338	271	131	45	10	12	59	5
2009 Oct	8.437	2.536	767	581	4.289	264	169	56	8	17	83	5
Nov	8.507	2.550	774	589	4.329	265	142	47	13	11	68	2
Dic	8.710	2.607	897	598	4.338	271	83	33	8	8	27	6
2010 Ene	8.761	2.644	901	600	4.347	268	201	79	11	7	100	4
	<i>del cual: a tipo variable</i>											
2008	3.478	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.281	1.751	1.955	121	374	81	61	27	25	1	6	2
2009 I	3.586	1.758	1.264	124	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.615	1.741	1.301	124	374	74	65	30	24	1	7	2
III	3.612	1.726	1.312	123	372	79	49	21	18	1	7	1
IV	4.281	1.751	1.955	121	374	81	58	26	25	1	5	2
2009 Oct	3.600	1.711	1.317	123	369	80	57	24	21	1	8	3
Nov	3.606	1.708	1.322	122	373	81	42	21	14	0	5	2
Dic	4.281	1.751	1.955	121	374	81	75	34	39	1	1	0
2010 Ene	4.324	1.754	1.978	125	382	85	83	31	39	0	8	5

Fuente: BCE.

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

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

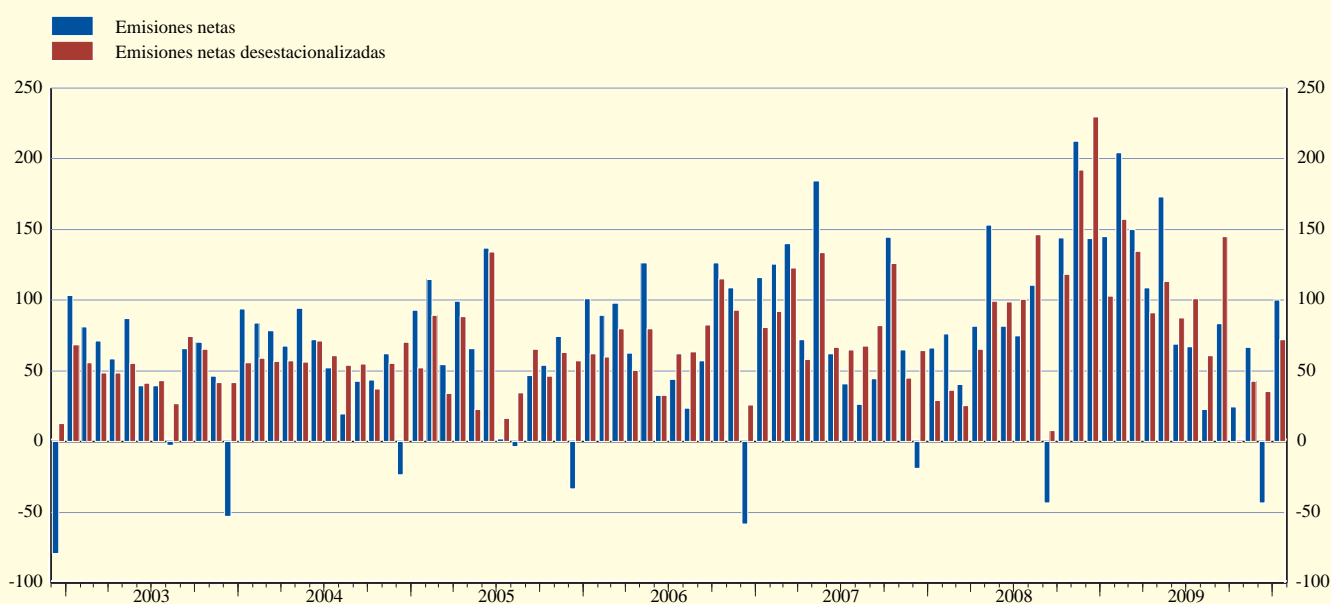
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	95,1	23,1	34,9	4,3	31,7	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	89,3	9,9	22,2	8,0	46,4	2,8	89,2	9,7	21,6	7,7	47,3	2,8
2009 I	166,5	39,8	35,0	7,0	83,9	0,9	131,5	20,3	44,9	5,2	58,7	2,4
II	117,0	21,8	27,1	11,5	53,8	2,8	97,2	21,2	26,8	7,3	39,0	2,8
III	57,8	0,4	9,6	10,1	35,4	2,3	102,2	9,9	28,8	12,8	47,1	3,5
IV	15,9	-22,4	17,0	3,6	12,6	5,1	25,7	-12,7	-14,1	5,6	44,4	2,5
2009 Oct	24,4	-47,8	10,5	8,9	47,3	5,5	-1,3	-73,0	-10,4	7,0	71,3	3,9
Nov	66,6	8,9	12,1	3,0	39,7	2,8	42,7	11,6	2,9	2,6	25,2	0,4
Dic	-43,4	-28,4	28,4	-1,2	-49,2	7,1	35,6	23,3	-34,7	7,3	36,6	3,2
2010 Ene	100,1	37,8	25,4	6,3	36,4	-5,7	72,3	13,8	65,8	2,4	-8,2	-1,6
	A largo plazo											
2008	65,7	16,2	32,8	2,8	13,3	0,6	65,0	16,3	32,0	2,9	13,2	0,5
2009	88,9	15,1	24,3	11,8	34,5	3,1	88,5	15,2	23,8	11,9	34,6	3,1
2009 I	134,7	25,0	41,8	12,9	52,0	3,0	130,2	16,3	51,9	14,4	44,7	2,9
II	125,7	36,2	28,6	15,9	41,3	3,7	94,7	25,5	27,7	12,2	25,7	3,5
III	53,9	12,3	11,7	11,1	17,4	1,4	98,9	22,5	31,2	12,9	29,8	2,5
IV	41,2	-13,1	15,2	7,4	27,4	4,4	30,3	-3,5	-15,7	7,9	38,2	3,5
2009 Oct	55,7	-6,1	5,9	11,1	39,2	5,6	52,8	-9,0	-15,3	11,2	61,4	4,4
Nov	84,8	12,9	13,1	8,3	47,8	2,7	51,1	17,5	3,7	7,7	22,1	0,2
Dic	-16,9	-46,2	26,5	2,7	-4,8	4,9	-13,1	-19,1	-35,5	4,7	31,1	5,7
2010 Ene	88,0	35,4	25,8	3,3	21,6	2,0	130,9	37,8	63,6	4,5	23,4	1,7

#### C16 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 durante 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>

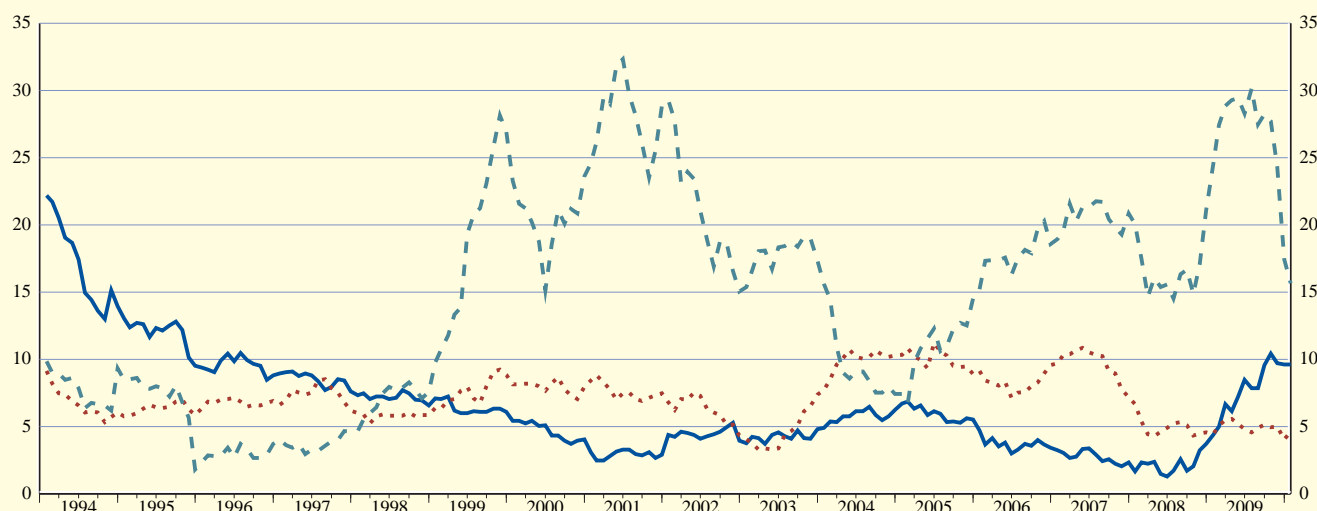
(tasas de variación)

	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 Ene	10,1	5,3	30,0	7,2	9,6	5,5	13,0	3,6	37,9	12,4	16,0	8,6
Feb	11,0	6,3	32,0	8,2	10,1	6,5	13,1	3,8	36,2	13,4	16,0	7,2
Mar	11,9	6,4	33,1	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,0	13,0	19,8	10,0
Abr	12,0	6,3	33,3	10,2	11,7	10,6	14,6	6,0	41,5	15,4	15,1	11,3
May	12,1	5,5	32,8	10,2	12,8	9,5	13,1	5,8	35,1	15,9	13,0	11,9
Jun	11,9	4,8	29,6	11,8	13,7	9,6	10,6	4,7	24,1	10,8	12,0	9,6
Jul	11,7	4,2	30,7	13,3	13,5	9,4	10,5	4,8	24,1	14,3	11,0	10,3
Ago	11,0	3,5	26,8	12,9	13,4	9,0	8,9	3,2	18,4	12,4	10,7	10,8
Sep	12,0	4,2	27,0	15,3	14,9	10,6	9,0	3,5	17,2	17,3	10,2	11,3
Oct	10,9	3,0	25,8	16,2	13,6	10,4	7,5	0,1	11,9	17,2	12,1	9,4
Nov	9,6	2,5	21,3	15,8	12,1	10,6	6,4	-0,7	9,0	15,8	11,3	9,3
Dic	8,1	2,2	13,4	13,7	11,3	9,7	5,3	-0,3	3,5	15,3	10,7	10,4
2010 Ene	7,7	2,2	13,3	13,2	10,2	9,1	4,8	-0,3	3,4	11,9	9,4	7,8
	A largo plazo											
2009 Ene	8,1	4,4	30,6	8,3	4,4	3,4	10,5	3,0	42,2	16,1	7,1	4,2
Feb	9,2	5,1	33,8	10,6	5,1	3,9	10,6	3,0	40,9	19,5	7,4	3,0
Mar	10,3	5,4	34,8	13,1	6,7	5,8	13,2	3,9	42,8	21,1	11,8	7,3
Abr	10,3	5,6	34,7	14,8	6,0	8,7	13,9	5,2	46,7	26,1	10,0	11,8
May	10,6	5,2	34,3	16,4	7,2	8,5	13,3	5,7	39,5	30,5	9,1	14,2
Jun	10,8	4,8	31,6	19,0	8,4	8,4	11,9	5,6	27,8	29,0	9,8	12,6
Jul	10,8	4,6	33,3	21,3	7,8	8,0	11,2	6,1	25,3	26,6	8,6	12,0
Ago	10,5	4,9	29,8	20,8	7,8	8,0	10,3	6,8	19,6	22,1	8,3	13,2
Sep	11,5	5,1	30,0	23,2	9,6	9,3	9,9	6,4	18,6	25,4	7,5	11,4
Oct	11,7	4,9	28,6	25,3	10,4	10,4	9,5	4,7	12,7	24,6	11,0	9,0
Nov	10,8	5,0	23,7	26,2	9,6	10,8	8,4	4,3	9,8	22,2	10,1	7,6
Dic	9,2	4,0	15,3	24,2	9,5	11,8	6,2	2,5	3,9	19,6	9,1	10,9
2010 Ene	9,1	4,6	13,8	21,3	9,5	11,4	6,8	3,1	3,2	16,1	10,5	10,7

### C17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

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



Fuente: BCE.

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

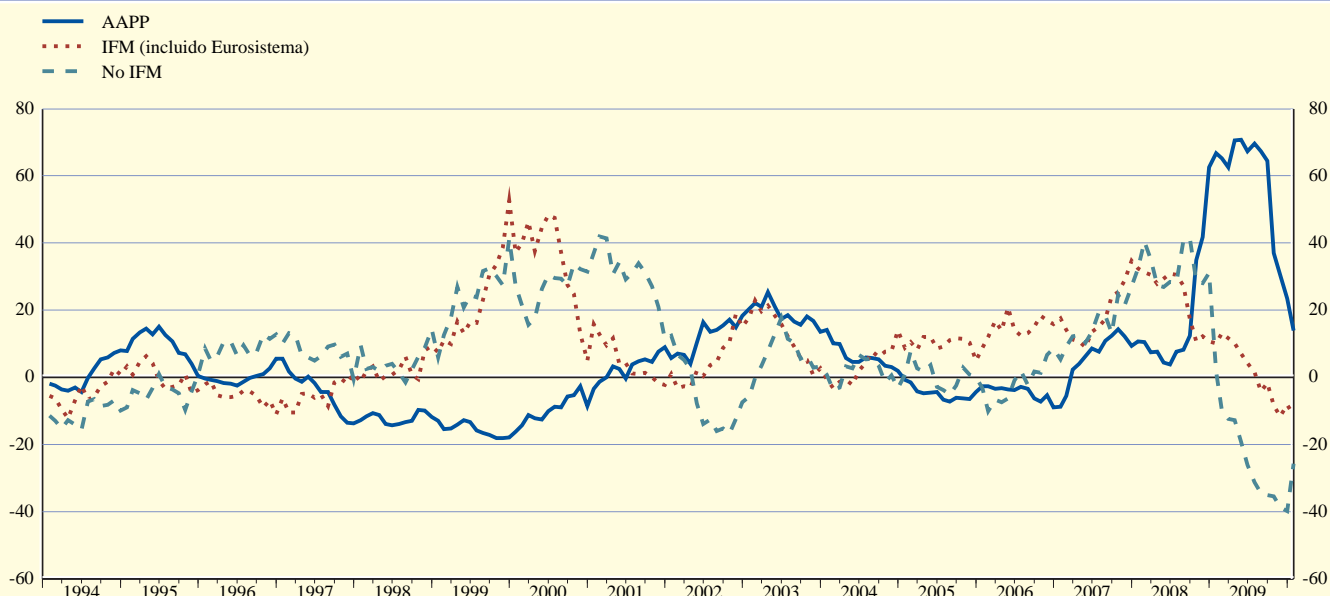
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(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	5,7	4,9	1,5	1,4	12,8	5,6	33,4	7,1	7,6	3,2
2009	9,6	7,0	20,8	24,2	8,0	4,2	12,3	2,0	37,0	-2,0	0,1	20,7
2009 I	6,1	4,9	12,9	12,5	5,3	1,6	15,8	5,3	44,7	0,8	0,8	11,1
II	9,0	6,8	20,3	21,3	7,5	4,8	14,6	3,3	44,0	-1,1	-0,6	19,9
III	10,6	7,2	24,6	28,4	9,0	3,9	11,6	1,0	36,5	-3,3	-1,6	25,1
IV	12,4	8,9	25,1	34,0	10,3	6,6	7,8	-1,6	25,4	-4,4	2,0	26,2
2009 Ago	10,5	7,4	24,6	28,2	8,7	3,5	10,6	1,0	33,9	-3,7	-3,8	25,9
Sep	11,7	8,2	24,5	31,8	10,0	4,4	11,2	0,2	34,5	-4,8	2,9	28,2
Oct	12,7	8,5	26,0	34,3	11,1	6,4	9,5	-1,1	31,2	-4,3	1,3	26,1
Nov	12,5	9,4	25,5	35,3	10,1	7,1	7,0	-1,8	23,4	-4,3	1,7	25,8
Dic	12,1	9,6	23,1	32,8	9,7	8,3	2,9	-4,0	11,7	-4,6	3,0	25,2
2010 Ene	11,6	10,4	19,4	28,4	9,3	7,0	3,5	-3,4	10,9	-3,6	7,3	28,2
En euros												
2008	2,9	4,7	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,1	8,9	23,1	22,6	8,2	3,6	14,6	3,9	39,3	-2,6	-0,4	21,8
2009 I	6,5	6,1	16,3	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,7	0,9	10,9
II	9,6	8,7	23,3	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,0	-1,8	-0,7	21,7
III	11,3	9,4	26,5	27,4	9,2	3,3	13,8	2,9	38,8	-3,9	-2,4	27,4
IV	12,9	11,2	25,8	33,5	10,4	6,1	9,3	-0,2	26,7	-5,2	0,7	26,8
2009 Ago	11,2	9,6	26,6	27,5	9,0	2,8	12,6	2,7	36,1	-4,3	-4,9	28,3
Sep	12,3	10,7	25,8	30,6	10,1	3,7	13,3	2,0	36,4	-5,7	1,7	30,5
Oct	13,3	11,0	27,1	33,6	11,2	5,7	11,3	0,6	32,6	-5,3	0,0	26,9
Nov	13,0	11,8	25,9	34,8	10,2	6,8	8,4	-0,6	24,6	-5,0	0,4	25,9
Dic	12,3	11,0	22,8	33,3	9,8	8,0	3,8	-3,2	12,5	-5,2	1,7	25,1
2010 Ene	11,7	11,4	19,3	29,1	9,4	6,6	4,2	-3,0	11,8	-4,1	5,9	28,3

C18 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 período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período. Para más detalle, 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)

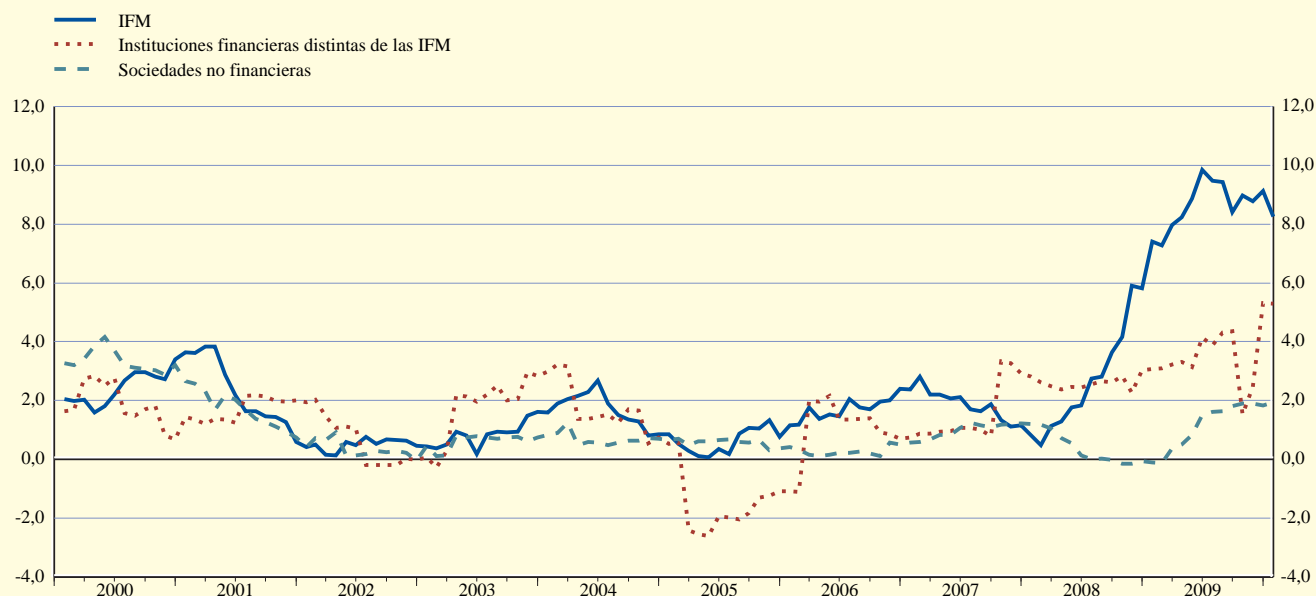
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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	7	7	8	9
2008 Ene	5.766,2	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,4	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,7	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,3	0,1
Jul	4.972,7	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,2	0,0
Ago	4.999,3	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,7	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,1	0,0
Oct	3.743,8	105,0	0,7	451,9	4,2	280,2	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
Dic	3.482,6	105,4	1,0	377,0	5,8	269,1	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.300,8	105,6	1,1	342,8	7,4	258,7	3,1	2.699,3	-0,1
Feb	2.934,9	105,6	1,1	275,0	7,3	206,0	3,1	2.453,9	-0,1
Mar	3.018,8	106,1	1,5	314,5	8,0	223,5	3,2	2.480,8	0,4
Abr	3.452,3	106,2	1,7	412,8	8,2	274,3	3,3	2.765,1	0,5
May	3.600,2	106,5	2,0	453,2	8,9	283,0	3,1	2.864,1	0,8
Jun	3.551,0	107,3	2,7	448,5	9,8	279,1	4,1	2.823,4	1,5
Jul	3.836,7	107,5	2,7	509,4	9,5	300,7	3,9	3.026,5	1,6
Ago	4.034,6	107,5	2,8	572,4	9,4	321,4	4,3	3.140,9	1,6
Sep	4.204,0	107,6	2,8	593,0	8,4	351,3	4,4	3.259,6	1,8
Oct	4.059,1	107,8	2,7	568,1	9,0	325,9	1,5	3.165,1	1,9
Nov	4.072,6	108,1	2,8	567,6	8,8	317,6	2,5	3.187,4	1,9
Dic	4.417,7	108,6	3,0	572,5	9,1	345,3	5,3	3.499,8	1,8
2010 Ene	4.253,1	108,7	3,0	522,9	8,3	338,1	5,3	3.392,0	1,9

#### C19 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 detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

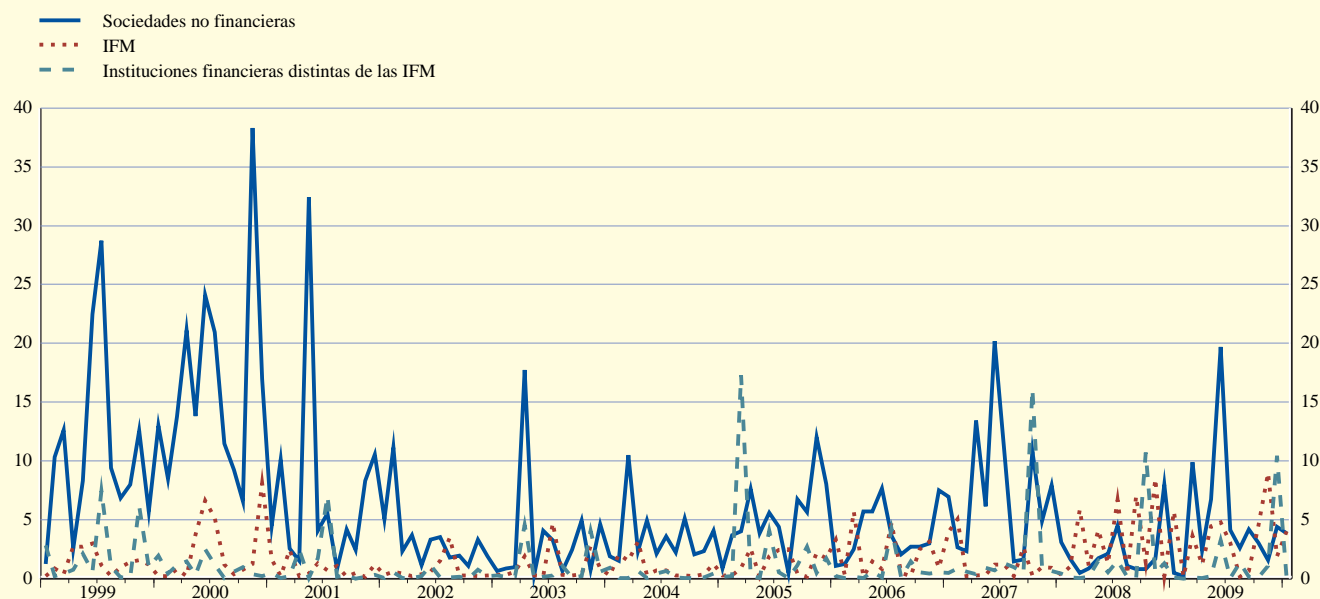
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones 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 Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,9	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-2,0
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,6	0,3	3,3	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,3	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,7	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,7	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	3,9
Ago	3,9	3,3	0,6	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,6	3,3	-0,7
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9
Oct	7,6	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,0	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	16,7	0,2	16,5	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,4	4,4	0,1	4,3
2010 Ene	7,9	0,1	7,8	4,0	0,0	4,0	0,1	0,1	0,0	3,8	0,0	3,8

#### C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

## 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales	
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años		Más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 Mar	0,80	2,24	2,94	3,07	2,31	3,87	0,93	1,36	2,96	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,69	2,87	2,22	3,75	0,77	1,15	2,64	3,06	1,12
May	0,61	1,89	2,39	2,71	1,99	3,62	0,73	1,08	2,38	3,11	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,57	0,82	2,41	2,93	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,55	0,71	2,06	2,93	0,57
Sep	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
Oct	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
Nov	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,11	2,92	0,58
Dic	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,53	0,64
2010 Ene	0,43	1,74	2,32	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
Feb	0,42	1,75	2,24	2,35	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,38	0,53

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

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</sup>	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 Mar	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,21	4,55	4,68	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
Jun	9,55	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,54	4,76	4,95
Jul	9,31	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,96	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,21	4,74	4,82
Sep	9,26	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
Oct	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
Nov	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
Dic	8,99	6,42	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 Ene	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,13	4,45	4,46
Feb	9,02	6,72	6,25	7,98	7,79	2,67	3,83	4,34	4,20	3,72	3,17	4,49	4,76

### 3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta <sup>2)</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 de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		1	2	3	4	5	6
2009 Mar	5,08	4,03	5,06	4,74	2,85	3,22	3,87
Abr	4,72	3,82	5,00	4,60	2,54	3,34	4,01
May	4,64	3,73	5,00	4,52	2,48	3,21	3,98
Jun	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
Ago	4,24	3,42	4,67	4,24	2,31	2,80	3,83
Sep	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
Oct	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
Nov	4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
Dic	4,05	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene	4,05	3,25	4,20	3,99	2,01	2,88	3,65
Feb	4,02	3,26	4,22	4,04	1,93	2,90	3,60

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares.

4) 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 los 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>

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,93	2,80	3,87	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,77	2,50	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,73	2,35	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,97	3,52	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,55	1,89	3,39	1,53
Sep	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
Oct	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
Nov	0,46	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28
Dic	0,45	2,39	2,92	1,53	2,45	0,47	1,70	3,29	1,21
2010 Ene	0,43	2,20	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
Feb	0,42	2,15	2,83	1,45	2,11	0,44	1,42	3,32	1,19

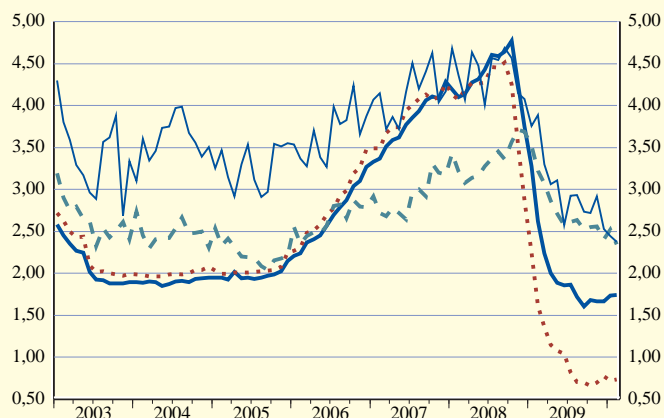
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras				
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2009 Mar	4,92	4,63	4,78	8,43	7,08	6,07	4,40	4,28	4,48	
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,10	3,97	4,25	
May	4,59	4,45	4,56	8,09	6,92	5,84	4,00	3,84	4,12	
Jun	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,72	4,00	
Jul	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81	
Ago	4,23	4,25	4,28	7,82	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73	
Sep	4,18	4,26	4,25	7,80	6,72	5,64	3,62	3,43	3,68	
Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60	
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57	
Dic	4,12	4,13	4,08	7,58	6,58	5,43	3,49	3,38	3,51	
2010 Ene	4,00	4,04	3,99	7,51	6,53	5,38	3,47	3,31	3,45	
Feb	4,06	4,11	4,03	7,50	6,63	5,42	3,45	3,33	3,48	

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

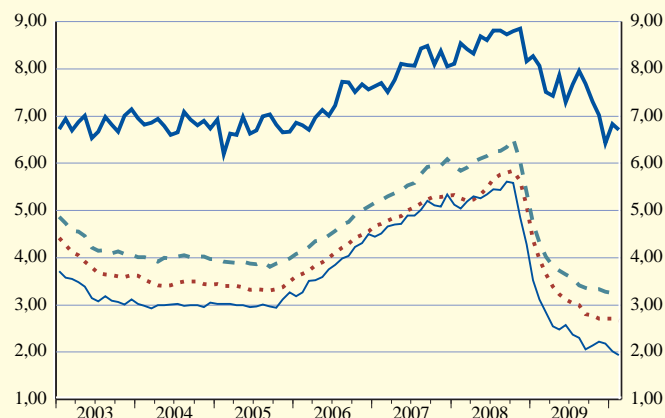
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media 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

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

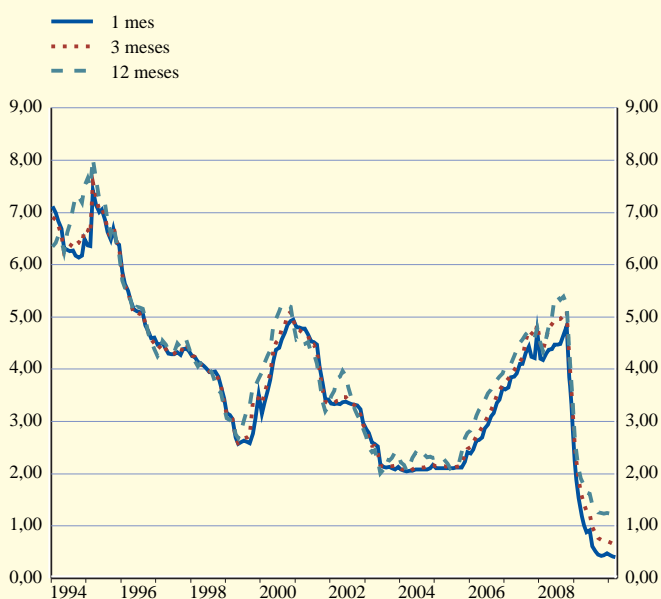
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
III	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 I	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
2009 Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sep	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36
Oct	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33
Nov	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
Mar	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25

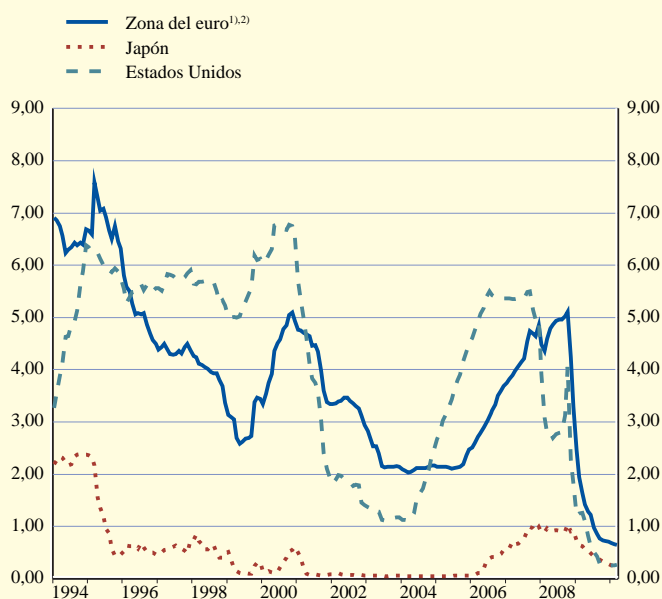
#### C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(medias mensuales; en porcentaje)



#### C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

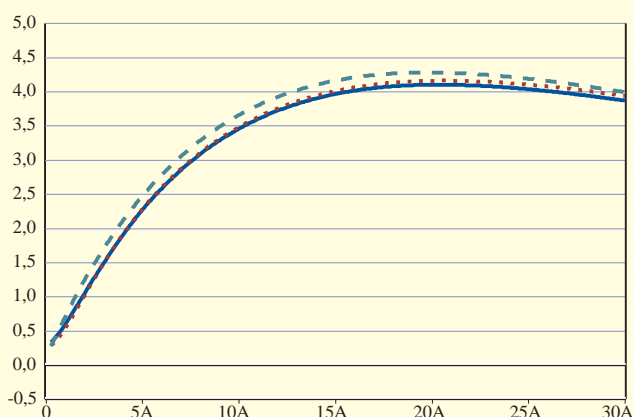
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2008 IV	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
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
2009 Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
Nov	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
Mar	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02

#### C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

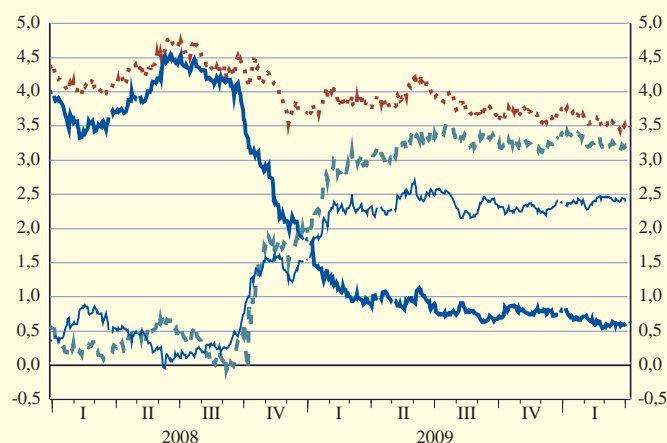
- Marzo 2010
- ... Febrero 2010
- - - Enero 2010



#### C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

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

- Tipo a un año (escala izquierda)
- ... Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses (escala derecha)
- Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años (escala derecha)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

## 4.8 Índices bursátiles

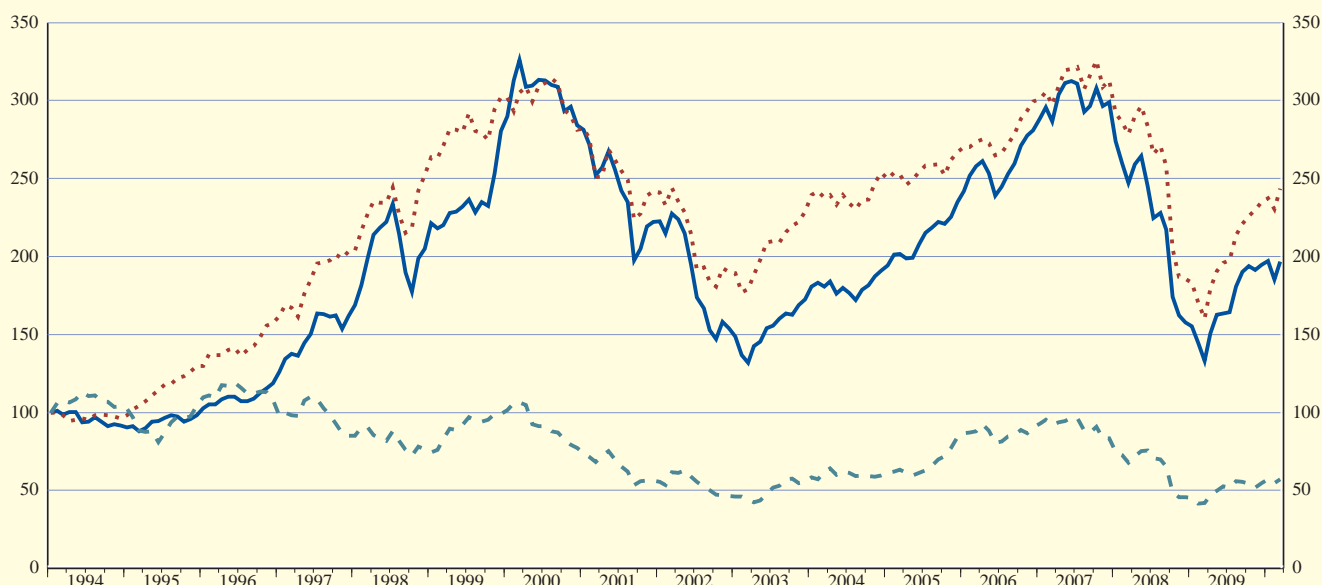
(niveles del índice en puntos; medias del período)

	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
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
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
2009 Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
Nov	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
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

## C27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)

- Índice Dow Jones EURO STOXX amplio<sup>1)</sup>
- Standard & Poor's 500
- - - Nikkei 225



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>

% del total <sup>3)</sup>	Total					Total (d.; variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,9	11,1
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
2008 IV	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,3	0,3	-8,7	0,5	2,2	3,0
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	0,0	0,3	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,1	0,7	0,4	0,0	1,8
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	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2009 Oct	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,9
Nov	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,1	0,2	0,0	1,4	0,1	0,4	0,8
Dic	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,2	-0,1	0,1	-0,5	0,1	0,9	0,8
2010 Ene	108,1	1,0	0,9	0,7	1,4	0,2	-0,1	0,3	-0,1	2,1	0,0	1,1	0,4
Feb	108,4	0,9	0,8	0,5	1,3	0,0	0,0	0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,9	0,4
Mar <sup>4)</sup>	.	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total <sup>3)</sup>	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,8	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
2008 IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
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
2009 Sep	-0,2	0,5	-1,3	-2,6	0,5	-11,0	2,0	1,8	2,3	-0,3	1,7	2,1
Oct	-0,4	0,3	-1,6	-2,0	0,3	-8,5	1,9	1,6	2,6	-0,3	1,6	2,1
Nov	-0,1	0,5	-1,3	-0,4	0,2	-2,4	1,9	1,7	2,4	-0,7	1,3	2,2
Dic	-0,2	0,7	-1,6	0,8	0,4	1,8	1,9	1,7	2,5	-0,8	1,2	2,2
2010 Ene	-0,1	0,6	-1,3	1,1	0,1	4,0	1,9	1,7	2,6	-0,9	1,0	1,6
Feb	-0,1	0,6	-1,2	0,8	0,0	3,1	1,9	1,6	2,2	-0,6	0,9	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.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Ponderaciones para 2010.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre los precios de la energía.



## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía										
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo			Energía		
							Total	Duradero	No duradero			
% del total <sup>3)</sup>	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	1,5	1,4	1,4	13,5	4,6	6,6
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,5	2,2	1,2	4,1	4,5
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,7
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	0,1	.
2008 IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,5	2,5	2,0	2,6	1,9	6,4	3,4	0,7 <sup>4)</sup>
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,8	-1,4	-4,4	2,6	.
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,4	-0,2	-2,5 <sup>5)</sup>
III	108,0	-7,8	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,7	.
IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	-0,2	.
2009 Sep	107,9	-7,6	-6,9	-4,2	-7,4	-0,4	-2,7	0,7	-3,2	-17,4	-	-
Oct	108,2	-6,6	-5,2	-3,9	-6,5	-0,6	-2,8	0,4	-3,3	-14,3	-	-
Nov	108,4	-4,4	-2,8	-3,0	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,7	-8,7	-	-
Dic	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,4	-0,5	-1,9	0,5	-2,3	-5,1	-	-
2010 Ene	109,2	-1,1	0,8	-1,1	-1,6	-0,7	-0,7	0,4	-0,8	-1,7	-	-
Feb	109,3	-0,5	1,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	0,2	-0,7	-0,9	-	-

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto<sup>1)</sup>

	Precios del petróleo <sup>5)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones <sup>8)</sup>	Impor- taciones <sup>8)</sup>
		Ponderados <sup>6)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>7)</sup> por el destino					Demanda interna					
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
% del total	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,5	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,6	1,4
2008	65,9	2,1	18,5	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,0	2,2	2,7	2,9	2,7	2,4	2,5	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	120,3	1,0	0,1	-0,1	2,0	-0,7	-3,2	-5,8
2008 IV	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,3	1,5	1,9	2,0	1,8	2,0	0,0
2009 I	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,8	0,9	0,4	2,7	0,6	-2,0	-4,3
II	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,1	1,1	-0,2	-0,3	1,6	-0,8	-3,6	-6,9
III	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,3	0,9	-0,6	-0,7	2,4	-1,6	-4,4	-8,1
IV	51,2	2,9	5,8	1,4	2,4	-0,9	4,9	120,4	0,4	0,1	0,2	1,5	-1,1	-2,8	-3,9
2009 Oct	49,8	-7,3	-1,2	-10,2	-9,3	-10,3	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	52,1	-0,8	3,0	-2,7	-0,9	-2,9	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	51,6	19,0	16,2	20,5	19,7	11,0	27,1	-	-	-	-	-	-	-	-
2010 Ene	54,0	27,0	8,5	38,7	25,6	7,7	42,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	54,5	25,1	5,0	38,0	24,9	7,1	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	59,1	33,8	8,2	49,8	31,3	7,6	54,2	-	-	-	-	-	-	-	-

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 detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En el año 2005.

4) Los datos trimestrales para el segundo y cuarto trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera y segunda mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales solo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semestrales es menor que la de los datos anuales.

5) Brent (para entrega en un mes).

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

8) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro.

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>								
2006	110,0	1,0	1,4	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0
2007	111,7	1,6	2,3	0,8	4,1	0,6	2,3	1,7
2008	115,4	3,3	-0,2	3,7	3,1	3,1	3,1	3,0
2009	119,8	3,8	0,6	9,8	1,6	4,7	1,0	2,2
2008 IV	118,1	4,7	-0,9	9,7	3,2	5,3	2,4	2,8
2009 I	120,1	5,7	0,2	15,7	2,6	7,2	0,8	3,0
II	120,2	4,6	0,8	13,8	1,4	5,9	1,5	1,5
III	119,7	3,4	0,0	8,3	0,8	3,6	0,7	3,1
IV	119,7	1,3	0,4	1,6	1,5	2,2	0,9	1,5
Remuneración por asalariado								
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7
2007	117,8	2,5	3,9	2,9	2,7	2,1	2,4	2,5
2008	121,6	3,2	2,8	3,0	4,5	2,7	2,4	3,7
2009	123,4	1,5	3,2	0,4	2,8	1,5	1,3	2,2
2008 IV	122,6	2,9	1,9	2,8	4,3	2,9	1,8	3,3
2009 I	122,6	1,8	3,0	0,5	2,9	2,4	0,6	2,9
II	123,1	1,4	3,4	0,1	3,3	2,1	1,8	1,5
III	123,7	1,4	3,4	0,4	2,8	0,5	1,3	2,8
IV	124,1	1,2	2,8	0,5	2,4	1,1	1,9	1,7
Productividad del trabajo <sup>2)</sup>								
2006	104,5	1,3	1,8	3,9	0,1	1,1	0,1	-0,4
2007	105,5	1,0	1,6	2,1	-1,4	1,5	0,1	0,7
2008	105,3	-0,1	3,1	-0,7	1,3	-0,4	-0,7	0,7
2009	103,0	-2,2	2,5	-8,6	1,2	-3,1	0,4	0,0
2008 IV	103,8	-1,7	2,9	-6,3	1,1	-2,3	-0,6	0,5
2009 I	102,0	-3,7	2,8	-13,1	0,3	-4,4	-0,3	-0,1
II	102,4	-3,0	2,6	-12,0	1,8	-3,5	0,3	0,0
III	103,4	-1,9	3,4	-7,2	2,0	-3,0	0,6	-0,2
IV	103,7	-0,1	2,4	-1,0	0,9	-1,1	1,0	0,2

#### 5. Costes laborales por hora <sup>3)</sup>

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,3	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,4	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	100,0	3,5	3,5	3,3	3,9	4,2	3,1	3,2
2009	103,3	3,3	3,1	3,9	4,1	3,7	2,8	2,6
2008 IV	101,8	4,5	4,3	4,9	6,2	5,1	3,4	3,6
2009 I	102,2	3,6	3,4	4,6	5,0	3,5	2,8	3,2
II	103,2	4,3	4,1	4,7	5,5	4,5	3,6	2,8
III	103,5	3,0	2,8	3,5	4,4	3,0	2,2	2,3
IV	104,1	2,2	2,0	2,7	1,4	3,7	2,4	2,1

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) 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 concuerden con el total.

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

5) En el año 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	8.557,6	8.460,3	4.869,7	1.733,4	1.832,1	25,0	97,2	3.451,6	3.354,4
2007	9.006,7	8.865,5	5.062,1	1.803,4	1.970,7	29,4	141,2	3.733,0	3.591,8
2008	9.254,7	9.158,4	5.228,9	1.891,6	2.000,3	37,6	96,3	3.858,6	3.762,3
2009	8.975,1	8.856,6	5.170,6	1.974,5	1.771,2	-59,7	118,6	3.257,7	3.139,1
2008 IV	2.292,1	2.273,8	1.303,6	480,3	481,1	8,8	18,2	903,6	885,4
2009 I	2.238,7	2.223,3	1.288,2	487,2	453,7	-5,8	15,4	808,7	793,3
II	2.236,0	2.206,1	1.290,7	492,2	444,7	-21,6	29,9	793,2	763,3
III	2.249,0	2.216,0	1.292,8	498,6	439,1	-14,5	32,9	818,0	785,1
IV	2.251,5	2.211,2	1.298,9	496,4	433,7	-17,8	40,3	837,8	797,4
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,7	57,6	22,0	19,7	-0,7	1,3	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados) <sup>3)</sup>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 IV	-1,9	-0,8	-0,6	0,6	-4,1	-	-	-7,3	-4,8
2009 I	-2,5	-2,3	-0,5	0,6	-5,2	-	-	-8,0	-7,6
II	-0,1	-0,8	0,1	0,6	-1,6	-	-	-1,1	-2,8
III	0,4	0,4	-0,1	0,7	-0,9	-	-	2,9	2,9
IV	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-1,3	-	-	1,9	1,3
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,8	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,4	2,1	-0,6	-	-	1,0	1,1
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,3	-10,8	-	-	-12,9	-11,5
2008 IV	-1,9	-0,5	-0,7	2,4	-6,0	-	-	-7,0	-3,8
2009 I	-5,0	-3,5	-1,4	2,4	-11,4	-	-	-16,1	-12,9
II	-4,9	-3,7	-1,0	2,3	-11,6	-	-	-16,6	-14,3
III	-4,1	-3,4	-1,1	2,6	-11,3	-	-	-13,2	-11,9
IV	-2,2	-2,9	-0,6	1,8	-8,8	-	-	-4,6	-6,3
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2008 IV	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,9	0,3	-1,2	-	-
2009 I	-2,5	-2,3	-0,3	0,1	-1,1	-1,0	-0,2	-	-
II	-0,1	-0,8	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,4	-0,1	0,2	-0,2	0,5	0,0	-	-
IV	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,2	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,7	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,3	-0,6	0,4	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
2008 IV	-1,9	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,8	-1,4	-	-
2009 I	-5,0	-3,5	-0,8	0,5	-2,5	-0,6	-1,6	-	-
II	-4,9	-3,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
III	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
IV	-2,2	-2,8	-0,3	0,4	-1,9	-1,0	0,7	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio 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) Incluidas 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 netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</b>								
2006	7.643,7	140,8	1.563,7	477,3	1.594,2	2.136,3	1.731,4	913,9
2007	8.047,7	151,0	1.640,4	510,4	1.668,7	2.273,7	1.803,3	959,0
2008	8.309,2	145,9	1.658,7	533,9	1.724,8	2.363,7	1.882,3	945,4
2009	8.080,4	131,3	1.441,3	514,3	1.669,4	2.365,1	1.959,0	894,7
2008 IV	2.061,7	34,6	395,5	132,0	427,7	593,6	478,3	230,4
2009 I	2.015,0	34,2	360,9	130,2	415,7	589,9	484,1	223,6
II	2.013,4	33,1	355,2	129,0	416,5	591,1	488,5	222,6
III	2.025,0	31,9	362,1	128,1	418,7	592,0	492,3	224,0
IV	2.027,0	32,2	363,1	127,0	418,5	592,0	494,2	224,5
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,4	20,7	29,3	24,2	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados)<sup>1)</sup></b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 IV	-1,9	0,1	-6,3	-2,0	-1,9	-0,7	0,3	-1,9
2009 I	-2,6	0,0	-8,0	-1,3	-3,1	-1,1	0,1	-1,7
II	-0,2	-0,2	-1,3	-1,0	-0,1	-0,1	0,7	0,3
III	0,4	0,3	2,4	-1,3	0,2	-0,3	0,2	0,8
IV	0,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,0	0,1	0,4	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,0	2,4	2,3	3,5	4,2	2,0	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,8	0,9	1,5	1,6	-1,2
2009	-4,2	-0,1	-13,3	-5,8	-4,8	-1,8	1,5	-2,7
2008 IV	-1,8	1,7	-7,5	-4,1	-2,0	-0,1	1,6	-2,4
2009 I	-5,1	0,3	-16,1	-6,8	-5,7	-1,7	1,3	-4,6
II	-5,0	0,2	-16,4	-5,9	-5,4	-2,1	1,6	-3,3
III	-4,3	0,3	-13,0	-5,5	-4,9	-2,1	1,4	-2,4
IV	-2,4	-0,1	-7,2	-4,7	-3,0	-1,4	1,4	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2008 IV	-1,9	0,0	-1,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,6	0,0	-1,5	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	-
II	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	-
III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-
IV	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2006	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,1	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,8	-0,3	-1,0	-0,4	0,3	-
2008 IV	-1,8	0,0	-1,5	-0,3	-0,4	0,0	0,4	-
2009 I	-5,1	0,0	-3,3	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
II	-5,0	0,0	-3,3	-0,4	-1,1	-0,6	0,4	-
III	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,0	-0,6	0,3	-
IV	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,6	-0,4	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>1)</sup>	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía	
					Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,2	108,1	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,4	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,2	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2009	-13,8	90,6	-14,9	-15,9	-16,4	-19,2	-20,9	-4,9	-17,3	-3,0	-5,9	-8,3
2009 I	-16,9	91,6	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-24,0	-7,4	-19,8	-5,4	-4,3	-10,0
II	-16,7	89,2	-18,7	-19,5	-20,0	-24,2	-24,3	-5,9	-21,1	-3,3	-8,9	-7,5
III	-13,8	89,9	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,3	-1,9	-6,3	-9,4
IV	-7,5	91,5	-7,5	-8,0	-8,4	-6,9	-13,9	-2,5	-9,6	-1,4	-4,5	-6,6
2009 Ago	-14,7	89,8	-15,1	-16,2	-16,1	-19,4	-22,1	-5,4	-19,4	-3,8	-6,1	-10,8
Sep	-12,0	90,4	-12,7	-13,1	-13,7	-15,7	-18,3	-2,9	-15,5	-0,8	-7,3	-7,9
Oct	-10,6	90,6	-11,1	-11,8	-12,3	-12,3	-17,3	-4,7	-14,0	-3,1	-5,3	-7,4
Nov	-7,3	91,7	-6,9	-7,0	-7,4	-5,9	-12,9	-1,8	-7,8	-0,9	-5,7	-7,9
Dic	-4,1	92,3	-4,0	-4,4	-4,8	-0,5	-11,3	-0,6	-5,8	0,1	-2,8	-3,9
2010 Ene	-0,8	93,7	1,1	1,4	1,9	3,9	0,2	0,5	-0,2	0,7	0,0	-9,3
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>											
2009 Ago	0,0	-	0,3	0,4	1,3	7,0	1,6	0,1	1,1	-1,2	0,2	-0,1
Sep	0,7	-	0,7	0,9	0,1	-5,5	1,6	-0,2	1,1	1,3	-1,6	-0,9
Oct	0,1	-	0,3	-0,1	-0,2	1,2	-0,6	-1,0	0,3	-1,3	1,2	-0,4
Nov	0,7	-	1,2	1,3	1,4	0,6	1,5	1,3	1,8	0,9	-2,6	-1,0
Dic	0,4	-	0,6	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	0,4	-0,5	0,6	2,7	-1,3
2010 Ene	1,0	-	1,6	1,5	1,9	1,2	-0,5	0,4	2,7	0,1	3,2	-0,3

### 4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, 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	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			
					Calzado, vestido y confección					Equipo del hogar			
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	119,9	8,6	115,0	6,5	2,6	104,1	1,7	0,2	2,7	4,2	2,7	968	-0,6
2008	113,3	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,6	-0,5	-0,6	-0,4	-1,7	-2,3	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,6	-18,4	-2,6	101,4	-2,1	-1,3	-2,7	-1,1	-4,3	923	2,8
2009 I	83,2	-31,6	94,9	-21,6	-2,9	101,7	-3,0	-2,8	-3,1	-0,3	-6,8	833	-12,6
II	84,4	-30,6	94,0	-23,2	-3,0	101,5	-2,4	-1,1	-3,3	-2,1	-5,9	933	-0,3
III	90,9	-21,5	96,1	-18,8	-3,3	101,2	-2,3	-1,2	-3,2	-2,5	-3,7	957	9,6
IV	92,0	-2,9	97,5	-9,2	-1,5	101,3	-0,9	-0,2	-1,3	0,5	-1,3	967	20,5
2009 Sep	92,0	-16,4	96,3	-17,0	-3,9	100,9	-3,0	-1,5	-4,1	-4,7	-3,6	968	9,6
Oct	90,1	-14,7	96,7	-16,5	-1,7	101,4	-0,9	-0,7	-1,2	2,6	-1,4	978	10,8
Nov	92,6	-0,6	97,9	-6,9	-2,5	100,9	-2,0	-1,2	-2,5	-3,7	-2,4	970	34,0
Dic	93,4	9,6	97,8	-2,8	-0,4	101,6	0,0	0,9	-0,6	1,9	-0,4	954	19,5
2010 Ene	91,4	6,9	99,2	0,8	-0,7	101,3	-0,4	0,7	-0,8	2,0	-1,8	866	8,3
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	890	2,9
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Oct	-	-2,1	-	0,4	0,5	-	0,5	0,0	0,8	2,2	0,5	-	1,0
Nov	-	2,8	-	1,2	-0,4	-	-0,4	0,0	-0,6	-2,6	-0,6	-	-0,8
Dic	-	0,9	-	0,0	0,8	-	0,7	0,5	0,8	2,2	0,9	-	-1,7
2010 Ene	-	-2,2	-	1,4	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,1	1,1	-1,2	-	-9,2
Feb	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,7

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 el año 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 el año 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

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) <sup>3)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,0	-25	-7	-26	56	-10
2009 I	71,5	-36	-56	20	-31	72,4	-33	-11	-41	64	-14
II	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
IV	91,9	-19	-50	7	1	71,5	-17	-3	-11	48	-7
2010 I	96,5	-12	-42	2	7	.	-17	-4	-11	46	-7
2009 Oct	89,6	-21	-53	8	-2	71,0	-18	-3	-12	48	-8
Nov	91,9	-19	-51	7	2	-	-17	-3	-10	50	-7
Dic	94,1	-16	-47	5	3	-	-16	-3	-10	46	-5
2010 Ene	96,0	-14	-44	3	5	72,0	-16	-3	-9	46	-6
Feb	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7
Mar	97,7	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 I	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
2009 Oct	-29	-42	-16	-15	-24	10	-12	-7	-10	-10	0
Nov	-26	-39	-14	-11	-19	10	-4	-4	-7	-8	4
Dic	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5
2010 Ene	-29	-38	-20	-5	-6	8	-2	-1	-6	-2	5
Feb	-29	-39	-18	-9	-12	9	-5	1	-2	-3	7
Mar	-25	-35	-14	-6	-9	9	-1	1	-3	-1	7

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

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

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

### 1. Ocupados

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	144,166	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,731	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,2	3,7	2,0	4,1	1,3
2008	147,804	0,7	0,9	-0,3	-1,4	0,0	-2,1	1,3	2,2	0,9
2009	145,028	-1,9	-1,8	-2,1	-2,6	-5,2	-6,9	-1,8	-2,2	1,5
2008 IV	147,227	-0,1	0,0	-0,8	-1,1	-1,2	-4,9	0,4	0,5	1,2
2009 I	146,077	-1,3	-1,1	-2,1	-2,3	-3,2	-7,1	-1,3	-1,4	1,5
II	145,317	-1,9	-1,9	-2,0	-2,5	-5,0	-7,4	-2,0	-2,3	1,6
III	144,543	-2,3	-2,3	-2,2	-3,0	-6,4	-7,5	-1,9	-2,8	1,6
IV	144,173	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-6,2	-5,6	-2,0	-2,2	1,2
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2008 IV	-0,542	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	-1,1	-2,3	-0,4	-0,5	0,6
2009 I	-1,150	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
II	-0,759	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-1,3	-0,5	-0,8	0,6
III	-0,775	-0,5	-0,5	-0,7	-1,2	-1,7	-1,7	-0,2	-0,5	0,2
IV	-0,370	-0,3	-0,3	-0,2	0,5	-1,1	-0,4	-0,5	-0,1	0,2

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	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>2)</sup>	100,0		78,4		21,6		53,8		46,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,390	7,5	6,487	9,4
2007	11,679	7,5	9,126	6,6	2,552	14,9	5,737	6,7	5,941	8,5
2008	11,891	7,6	9,266	6,6	2,625	15,4	5,998	6,9	5,893	8,3
2009	14,863	9,4	11,648	8,2	3,215	19,4	7,994	9,3	6,870	9,6
2008 IV	12,660	8,0	9,841	7,0	2,819	16,6	6,552	7,6	6,108	8,6
2009 I	13,910	8,8	10,803	7,7	3,107	18,4	7,368	8,5	6,542	9,2
II	14,749	9,3	11,517	8,1	3,232	19,3	7,934	9,2	6,815	9,5
III	15,247	9,7	11,973	8,5	3,274	19,8	8,221	9,5	7,026	9,8
IV	15,546	9,9	12,299	8,7	3,247	19,9	8,451	9,8	7,095	9,9
2009 Sep	15,424	9,8	12,130	8,6	3,294	20,0	8,347	9,7	7,076	9,9
Oct	15,519	9,8	12,237	8,7	3,282	20,0	8,409	9,8	7,110	9,9
Nov	15,536	9,9	12,292	8,7	3,245	19,9	8,463	9,8	7,074	9,9
Dic	15,583	9,9	12,370	8,7	3,213	19,7	8,481	9,8	7,103	9,9
2010 Ene	15,688	9,9	12,486	8,8	3,202	19,8	8,561	9,9	7,127	9,9
Feb	15,749	10,0	12,535	8,8	3,214	20,0	8,615	10,0	7,134	10,0

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2009.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

# FINANZAS PÚBLICAS

## 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos

	Recursos corrientes														Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	Recursos corrientes											Recursos de capital					
	Total	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6			
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6			
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2			
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1			
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7			
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	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	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5			
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6			
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0			

### 2. Zona del euro – Empleos

	Empleos corrientes									Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,9

### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	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	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3

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

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,2	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,9	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,3	-2,6	0,5	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,3	-3,7	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,2	0,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,2	-7,7	-4,1	-3,4	-2,7	0,9	2,5	-4,7	0,7	-0,4	-2,7	-1,8	-2,3	4,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

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



## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	72,0	2,9	14,5	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,3
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,0	22,1	12,3	9,6	25,2
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	41,8	20,6	11,0	10,2	26,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,0	19,4	10,6	10,0	28,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,3	19,6	11,0	8,6	29,8
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	37,5	18,5	10,7	8,3	31,9
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,2	35,5	17,2	11,1	7,1	34,6
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,4	9,4	7,0	34,4
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,8	8,6	6,7	33,9
2008	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4	32,5	17,2	8,2	7,1	36,8

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,6	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,2	22,7	29,1	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,1	4,5	17,8	22,2	29,3	68,6	0,7

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,1	68,0	27,6	100,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,2	51,8	63,9	63,6	27,0	34,2	41,8
2006	88,1	67,6	25,0	97,1	39,6	63,7	106,5	64,6	6,6	63,6	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,3
2007	84,2	65,0	25,1	95,6	36,1	63,8	103,5	58,3	6,6	62,0	45,5	59,5	63,6	23,3	29,3	35,2
2008	89,8	65,9	44,1	99,2	39,7	67,4	105,8	48,4	13,5	63,8	58,2	62,6	66,3	22,5	27,7	34,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

### 6.3 Variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros			Sector tenedor			
		Necesidades de financiación <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>
2000	1,1	1,2	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,2
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,1	2,5
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,0	0,2	-0,3	1,1
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	1,3	0,9	-0,2	3,8

#### 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 tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>9)</sup>
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones <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	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales <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	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,0	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,7	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,3	48,7	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,8	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,6
2008 I	42,2	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,3	0,2	38,7
II	45,1	44,7	12,8	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,7	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,0	0,5	0,3	43,6
2009 I	42,3	42,1	10,5	12,5	15,5	1,8	1,0	0,2	0,2	38,7
II	44,6	44,0	11,7	12,5	15,6	2,0	1,5	0,6	0,5	40,2
III	42,5	42,2	10,7	12,4	15,6	2,0	0,8	0,3	0,3	39,0

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
	1	2	3	4	5					6	7	8	9
2003 III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
IV	51,0	46,2	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,1
IV	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,3	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
II	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,3
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,3
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,3	41,2	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	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	1,2	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,0
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,8	-0,6	2,2
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	2,9	24,2	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,5
II	45,3	41,9	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	1,1	3,4	2,3	1,1	-0,2	3,0
III	45,4	41,9	9,7	4,8	3,0	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,1	-2,3	0,7
IV	51,7	46,7	11,0	6,0	2,8	26,9	23,0	1,4	5,1	3,4	1,7	-3,0	-0,2
2009 I	48,3	44,9	10,5	5,2	2,9	26,2	22,4	1,3	3,4	2,1	1,2	-6,0	-3,1
II	49,8	46,0	10,9	5,5	3,1	26,5	23,0	1,3	3,9	2,7	1,2	-5,3	-2,1
III	48,8	45,1	10,3	5,2	2,7	26,9	23,3	1,4	3,7	2,6	1,1	-6,3	-3,5

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-16. 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

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios 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
2006 IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,6	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,9	2,1	11,1	5,0	48,7
II	67,2	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4
2009 I	72,7	2,3	11,0	7,9	51,6
II	75,9	2,4	11,5	8,4	53,6
III	77,6	2,3	11,6	9,2	54,5

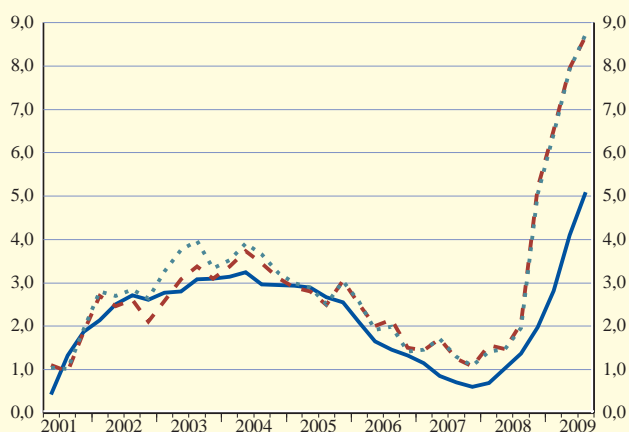
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación 11
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10	
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7	Acciones y otras participaciones 8			
2006 IV	-2,9	-1,0	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,5	-2,1	2,3	2,0	1,0	0,0	0,6	0,2	-0,7	1,1	5,2
II	4,2	1,2	5,3	5,0	4,1	0,0	0,6	0,4	0,6	-0,3	3,5
III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	0,1	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,7
IV	-3,4	-0,6	-4,0	-2,9	-1,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,4
2008 I	6,3	-2,5	3,8	3,1	1,9	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,7	6,3
II	3,7	-0,2	3,5	3,4	1,8	0,3	1,1	0,1	0,0	0,0	3,7
III	1,9	-2,3	-0,4	-0,9	-1,6	0,0	0,1	0,6	0,5	0,0	1,4
IV	8,8	-3,0	5,9	6,5	1,1	2,6	0,8	2,0	0,1	-0,7	8,7
2009 I	11,9	-6,0	5,9	5,4	4,9	-0,1	-0,2	0,9	-0,3	0,7	12,2
II	9,4	-5,3	4,1	3,5	1,9	-0,7	1,0	1,3	-0,2	0,8	9,6
III	4,7	-6,3	-1,6	-2,9	-3,2	0,8	-0,1	-0,4	0,2	1,1	4,5

#### C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

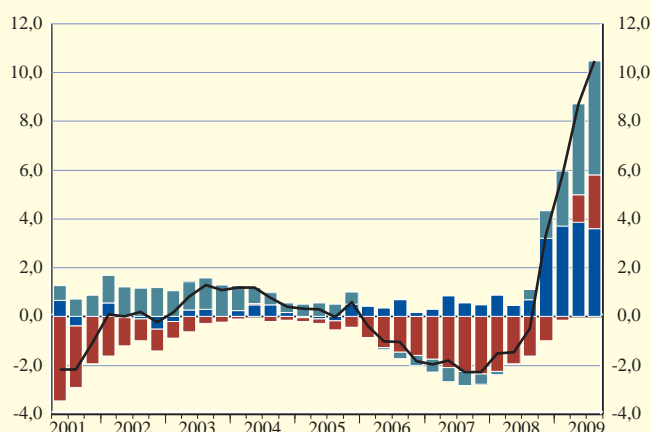
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



#### C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Crecimiento/diferencial de 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.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

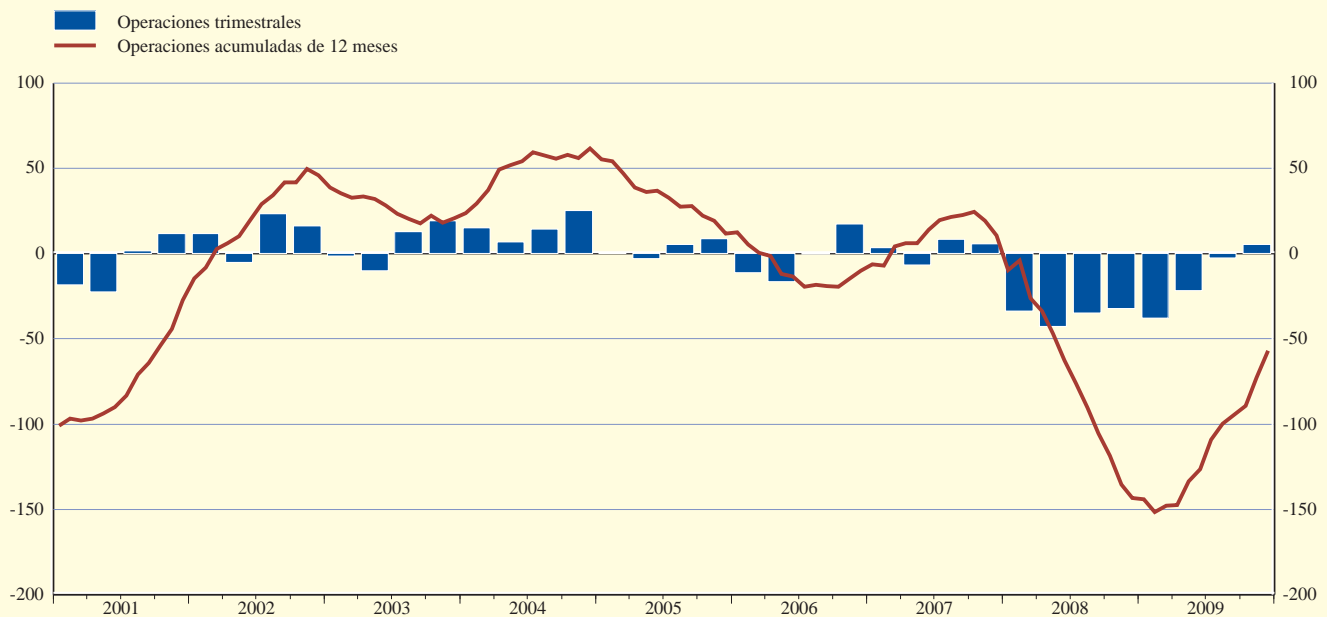
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	10,6	46,0	48,3	2,8	-86,4	5,0	15,7	-1,2	-72,9	151,3	-64,6	-9,9	-5,1	-14,4
2008	-143,3	-11,4	40,6	-74,4	-98,1	10,0	-133,3	163,9	-189,0	350,5	-65,7	72,1	-3,9	-30,7
2009	-57,1	36,0	31,1	-32,8	-91,4	7,6	-49,4	76,2	-86,8	344,0	13,2	-196,9	2,7	-26,8
2008 IV	-32,2	-1,9	7,1	-11,7	-25,7	1,7	-30,5	41,5	-61,1	152,7	-13,3	-36,1	-0,5	-11,0
2009 I	-38,0	-7,7	0,5	-2,3	-28,4	1,4	-36,6	55,8	-58,8	129,9	-5,3	-15,7	5,7	-19,1
II	-21,7	13,1	7,3	-25,1	-16,9	2,2	-19,5	13,9	-4,3	82,8	18,8	-81,0	-2,4	5,5
III	-2,7	13,3	12,8	-5,8	-22,9	1,5	-1,2	14,0	-24,3	83,4	-4,2	-41,3	0,3	-12,8
IV	5,3	17,4	10,6	0,4	-23,2	2,5	7,8	-7,4	0,5	48,0	3,8	-59,0	-0,9	-0,4
2009 Ene	-24,0	-10,6	0,2	-3,2	-10,4	0,2	-23,8	31,8	-22,8	-6,4	3,4	52,4	5,3	-8,0
Feb	-5,4	-0,1	0,4	0,0	-5,6	0,5	-4,9	11,2	-11,7	67,3	-1,3	-44,3	1,2	-6,3
Mar	-8,6	3,0	-0,2	0,9	-12,3	0,7	-7,9	12,7	-24,3	69,0	-7,3	-23,8	-0,8	-4,9
Abr	-10,8	4,1	1,7	-7,9	-8,7	1,7	-9,1	12,4	6,6	-0,6	9,1	-2,9	0,1	-3,3
May	-13,7	2,2	3,0	-12,2	-6,7	0,3	-13,5	13,0	10,9	37,9	9,2	-42,8	-2,2	0,5
Jun	2,9	6,9	2,6	-5,0	-1,6	0,3	3,2	-11,5	-21,8	45,5	0,6	-35,3	-0,4	8,4
Jul	9,1	13,6	5,1	-2,6	-7,0	0,9	10,1	-13,0	0,9	-22,9	6,5	6,2	-3,7	3,0
Ago	-6,0	-1,8	3,9	0,2	-8,3	0,6	-5,4	-6,0	4,8	26,5	-9,3	-28,7	0,8	11,3
Sep	-5,9	1,4	3,8	-3,4	-7,7	0,0	-5,9	33,0	-29,9	79,8	-1,4	-18,9	3,3	-27,1
Oct	-3,9	6,2	4,0	0,5	-14,6	0,3	-3,6	4,5	-2,0	17,1	0,9	-11,0	-0,6	-0,8
Nov	-0,6	6,0	2,0	-1,4	-7,2	1,2	0,5	-0,6	0,7	-16,9	-0,2	15,3	0,3	0,1
Dic	9,8	5,2	4,6	1,3	-1,3	1,1	10,9	-11,3	1,7	47,8	3,1	-63,3	-0,6	0,4
2010 Ene	-16,7	-7,4	0,1	-0,8	-8,7	1,7	-15,0	5,6	-7,1	-4,2	5,4	10,0	1,5	9,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Ene	-49,8	39,3	31,0	-30,4	-89,7	9,2	-40,6	50,0	-71,1	346,3	15,3	-239,3	-1,1	-9,4

### C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; operaciones)

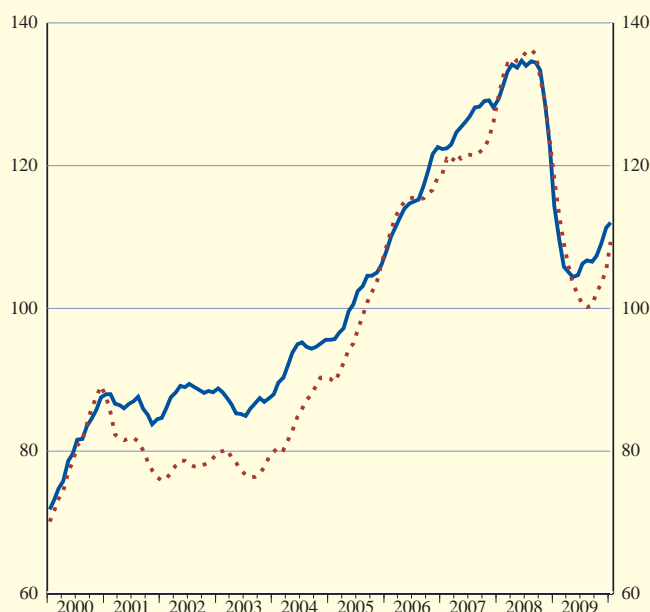
### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	11	12	13	14
2007	2.697,0	2.686,3	10,6	1.516,5	1.470,5	491,8	443,5	597,4	594,7	91,3	6,4	177,7	20,6	25,7	20,7
2008	2.744,9	2.888,1	-143,3	1.581,0	1.592,4	509,9	469,2	565,1	639,6	88,8	6,7	186,9	21,4	24,2	14,2
2009	2.275,8	2.332,9	-57,1	1.288,9	1.252,9	466,3	435,2	433,9	466,7	86,7	.	178,1	.	18,4	10,7
2008 IV	674,0	706,2	-32,2	379,5	381,3	128,0	120,9	139,6	151,3	27,0	1,8	52,7	5,6	5,3	3,7
2009 I	561,1	599,1	-38,0	307,8	315,6	108,8	108,3	118,8	121,1	25,7	1,4	54,1	5,0	4,1	2,7
II	559,5	581,1	-21,7	312,1	299,0	113,2	106,0	113,1	138,2	21,1	1,5	38,0	5,4	5,0	2,8
III	559,8	562,5	-2,7	322,9	309,7	124,0	111,2	98,3	104,1	14,6	1,6	37,6	5,5	3,8	2,3
IV	595,5	590,2	5,3	346,1	328,7	120,4	109,7	103,8	103,4	25,2	.	48,4	.	5,5	3,0
2009 Nov	191,3	192,0	-0,6	114,8	108,8	36,7	34,8	32,1	33,5	7,7	.	14,9	.	2,0	0,9
Dic	209,4	199,6	9,8	113,8	108,5	43,4	38,8	38,7	37,4	13,5	.	14,9	.	2,4	1,3
2010 Ene	169,5	186,3	-16,7	99,6	107,0	34,8	34,7	29,3	30,1	5,8	.	14,5	.	2,5	0,8
	Datos desestacionalizados														
2008 IV	650,5	693,2	-42,8	368,4	370,2	125,7	118,1	134,7	156,5	21,7	.	48,4	.	.	.
2009 I	581,5	618,9	-37,4	317,6	327,2	119,4	113,7	123,1	132,2	21,5	.	45,8	.	.	.
II	564,1	578,3	-14,1	314,0	305,7	115,0	109,5	111,8	117,8	23,4	.	45,2	.	.	.
III	555,6	559,9	-4,2	319,8	301,3	114,4	105,7	100,0	110,7	21,4	.	42,2	.	.	.
IV	572,3	575,1	-2,8	333,9	316,2	117,4	106,4	99,5	106,6	21,6	.	45,9	.	.	.
2009 Ago	184,5	186,5	-2,0	105,4	100,7	37,8	34,8	34,1	36,4	7,1	.	14,6	.	.	.
Sep	183,2	189,1	-5,9	105,7	102,3	38,1	36,1	32,0	36,7	7,5	.	14,1	.	.	.
Oct	188,4	193,0	-4,6	110,9	103,8	38,5	34,8	33,3	35,4	5,6	.	19,0	.	.	.
Nov	191,6	192,2	-0,5	110,3	104,1	38,6	36,1	32,7	36,1	10,0	.	15,8	.	.	.
Dic	192,3	189,9	2,3	112,6	108,3	40,2	35,4	33,4	35,1	6,0	.	11,1	.	.	.
2010 Ene	192,6	200,7	-8,1	113,2	115,5	39,1	37,0	32,8	34,1	7,5	.	14,0	.	.	.

### C31 Bienes

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

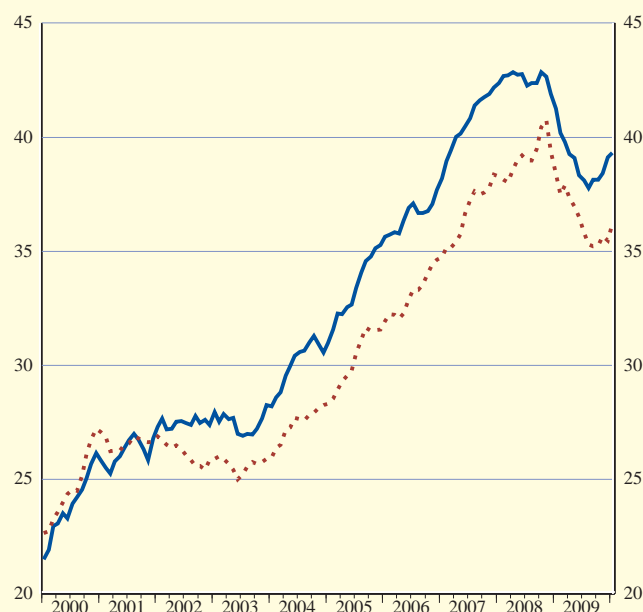
— Exportaciones (ingresos)  
..... Importaciones (pagos)



### C32 Servicios

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

— Exportaciones (ingresos)  
..... Importaciones (pagos)



Fuente: BCE.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			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	
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4
2008 III	4,6	3,1	133,5	147,8	39,0	10,7	37,7	20,3	7,1	6,2	10,2	23,2	32,1	31,0	45,1	49,8
IV	4,9	2,7	134,7	148,6	38,4	2,9	38,4	12,8	8,7	6,4	8,3	20,2	30,8	33,6	48,4	50,0
2009 I	4,7	2,0	114,1	119,1	37,9	12,1	28,4	17,2	5,5	5,9	6,5	13,0	25,8	36,3	38,3	35,6
II	4,6	2,6	108,4	135,6	35,2	4,4	27,5	5,3	5,9	6,1	8,7	36,6	24,2	35,6	34,4	29,6
III	4,6	3,0	93,7	101,1	31,3	9,5	27,7	11,9	4,4	4,7	6,6	13,4	24,7	33,9	26,7	21,4

### 3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

IV 2008 a III 2009	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
<b>Cuenta corriente</b>	2.354,4	833,8	49,3	68,5	417,2	238,8	60,0	34,4	31,3	82,6	27,8	48,8	75,7	171,6	331,1	717,4
Bienes	1.322,3	441,1	29,4	41,9	188,7	181,0	0,1	18,7	16,1	65,2	20,6	29,7	55,1	84,8	160,1	430,9
Servicios	474,0	158,1	11,3	12,4	101,7	27,4	5,3	7,0	6,5	13,5	5,6	10,3	12,7	47,9	72,7	139,7
Renta	469,7	170,3	7,9	12,7	115,1	27,4	7,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	32,3	92,7	136,9
Rentas de la inversión	450,9	163,8	7,8	12,6	113,4	26,7	3,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	25,3	90,9	133,6
Transferencias corrientes	88,4	64,3	0,7	1,4	11,7	3,0	47,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	6,6	5,6	9,9
<b>Cuenta de capital</b>	18,2	15,5	0,0	0,0	1,0	0,1	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	1,6
		Pagos														
<b>Cuenta corriente</b>	2.448,9	781,7	42,5	70,8	361,0	208,1	99,3	-	26,0	-	-	87,6	-	161,8	349,5	-
Bienes	1.305,5	367,8	27,3	39,1	142,2	159,3	0,0	22,2	11,2	162,3	18,5	44,3	78,8	74,4	127,2	398,7
Servicios	446,4	137,3	7,6	11,0	85,4	33,0	0,2	5,4	5,8	10,6	4,5	7,7	7,7	38,0	96,9	132,5
Renta	514,7	166,7	6,7	19,6	121,8	11,3	7,3	-	7,3	-	-	35,1	-	43,5	119,6	-
Rentas de la inversión	504,3	160,6	6,6	19,5	120,3	6,9	7,2	-	7,2	-	-	35,0	-	43,0	118,8	-
Transferencias corrientes	182,4	110,0	0,9	1,1	11,6	4,5	91,9	1,4	1,7	2,8	0,7	0,5	0,5	5,8	5,7	53,1
<b>Cuenta de capital</b>	11,4	2,3	0,0	0,1	1,0	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	7,1
		Neto														
<b>Cuenta corriente</b>	-94,6	52,0	6,9	-2,3	56,2	30,7	-39,3	-	5,2	-	-	-38,8	-	9,9	-18,5	-
Bienes	16,7	73,3	2,1	2,9	46,5	21,7	0,1	-3,5	4,9	-97,1	2,1	-14,6	-23,7	10,5	32,8	32,2
Servicios	27,6	20,8	3,7	1,4	16,3	-5,7	5,1	1,6	0,7	2,8	1,1	2,6	5,0	9,9	-24,2	7,2
Renta	-44,9	3,6	1,2	-6,9	-6,8	16,1	-0,1	-	0,6	-	-	-26,6	-	-11,3	-27,0	-
Rentas de la inversión	-53,4	3,2	1,2	-7,0	-6,8	19,8	-4,0	-	0,7	-	-	-26,5	-	-17,7	-27,9	-
Transferencias corrientes	-93,9	-45,6	-0,1	0,3	0,1	-1,5	-44,4	-1,2	-1,0	-2,6	-0,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,1	-43,3
<b>Cuenta de capital</b>	6,8	13,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	13,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-5,4

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones y otros flujos durante el período)

#### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>1)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,0	141,8	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	156,7	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,4	4.720,4	325,8
2007	13.906,9	15.155,8	-1.248,9	154,5	168,3	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.381,3	5.468,6	347,2
2008	13.312,5	14.949,2	-1.636,7	143,8	161,4	-17,7	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.466,1	5.653,6	374,2
2009 II	13.314,9	14.831,4	-1.516,5	146,7	163,4	-16,7	4.011,7	3.296,7	3.896,2	6.299,9	-58,2	5.083,7	5.234,7	381,5
III	13.412,7	14.971,0	-1.558,2	148,9	166,2	-17,3	4.063,9	3.356,6	4.052,1	6.611,2	-60,5	4.926,4	5.003,1	430,9
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,5	1.845,7	-300,2	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	691,9	668,4	5,7
2007	1.522,9	1.756,0	-233,1	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	827,9	748,1	21,4
2008	-594,4	-206,6	-387,8	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	84,8	185,1	27,0
2009 II	204,5	68,1	136,3	9,2	3,1	6,1	174,1	59,0	257,8	284,3	-7,5	-205,7	-275,1	-14,2
III	97,8	139,6	-41,8	4,4	6,3	-1,9	52,2	59,9	155,9	311,3	-2,3	-157,3	-231,6	49,4
<b>Operaciones</b>														
2006	1.728,3	1.719,1	9,1	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	788,9	753,2	1,3
2007	1.940,9	1.939,7	1,2	21,6	21,5	0,0	481,2	408,3	436,7	587,9	64,6	953,4	943,4	5,1
2008	480,6	644,5	-163,9	5,2	7,0	-1,8	326,5	137,5	-9,0	341,5	65,7	93,4	165,5	3,9
2009	-184,7	-108,5	-76,1	-2,2	-1,3	-0,9	299,7	212,8	49,2	393,1	-13,2	-517,6	-714,5	-2,7
2009 II	-2,1	11,8	-13,9	-0,1	0,5	-0,6	97,5	93,2	62,2	145,0	-18,8	-145,4	-226,4	2,4
III	-9,9	4,1	-14,0	-0,4	0,2	-0,6	59,2	35,0	42,0	125,3	4,2	-115,0	-156,3	-0,3
IV	31,5	24,1	7,4	1,4	1,0	0,3	42,8	43,4	16,1	64,2	-3,8	-24,5	-83,4	0,9
2009 Sep	-20,6	12,4	-33,0	.	.	.	30,2	0,3	-24,8	55,1	1,4	-24,1	-42,9	-3,3
Oct	87,5	91,9	-4,5	.	.	.	27,9	26,0	15,7	32,8	-0,9	44,1	33,1	0,6
Nov	28,4	27,8	0,6	.	.	.	9,0	9,7	10,9	-6,0	0,2	8,7	24,1	-0,3
Dic	-84,3	-95,6	11,3	.	.	.	5,9	7,7	-10,5	37,3	-3,1	-77,3	-140,6	0,6
2010 Ene	78,4	84,0	-5,6	.	.	.	5,4	-1,7	28,8	24,7	-5,4	51,0	61,0	-1,5
<b>Otros flujos</b>														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
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	-418,0	-183,7	-234,3	-4,6	-2,0	-2,6	-61,8	-7,0	-177,2	18,6	-69,8	-125,5	-195,3	16,3
2008	-1.075,0	-851,1	-223,9	-11,6	-9,2	-2,4	-154,9	-51,2	-858,7	-819,5	-75,9	-8,6	19,6	23,1
<b>Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio</b>														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-227,3	-116,0	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,7	-99,9	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-533,1	-293,0	-240,1	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-221,2	-107,5	.	-185,0	-179,5	-13,7
2008	-43,6	64,7	-108,2	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	-1,5	47,4	.	-34,0	17,5	9,2
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
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	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,0	55,5	-183,5	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	18,6	.	8,7	38,4	1,2
2007	32,7	-15,4	48,1	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-31,0	13,9	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-17,6	186,3	-203,9	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-53,6	96,8	.	25,4	2,1	-7,3
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,4	-	.	.	.	15,3	14,9	10,0	9,8	.	21,0	20,0	1,6
2008	3,4	4,3	-	.	.	.	9,2	4,4	-0,5	5,4	.	1,7	3,1	1,1
2009 II	-2,9	-1,5	-	.	.	.	9,4	6,1	-5,6	3,9	.	-9,0	-11,2	-1,2
III	-3,9	-2,8	-	.	.	.	8,2	4,8	-3,0	5,2	.	-12,6	-15,0	-0,9
IV	-1,4	-0,7	-	.	.	.	8,0	6,7	1,3	6,5	.	-9,4	-12,5	-0,8

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.



## 7.3 Cuenta financiera

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

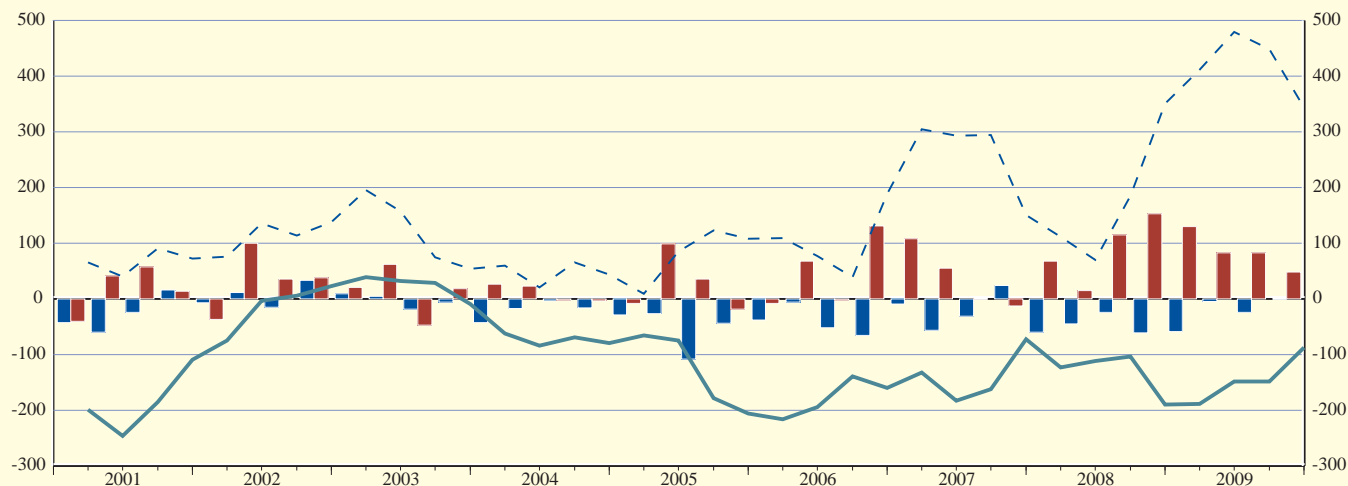
### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 II	4.011,7	3.147,3	265,1	2.882,2	864,4	10,4	854,0	3.296,7	2.478,5	70,7	2.407,8	818,3	16,6	801,6
III	4.063,9	3.177,5	262,8	2.914,7	886,4	10,4	876,1	3.356,6	2.537,7	74,5	2.463,2	819,0	15,3	803,6
<b>Operaciones</b>														
2008	326,5	198,1	2,2	195,9	128,4	-0,2	128,6	137,5	91,3	-1,0	92,2	46,2	1,6	44,6
2009	299,7	209,0	27,4	181,6	90,7	2,3	88,4	212,8	196,2	6,0	190,2	16,6	-0,5	17,1
2009 II	97,5	78,2	8,9	69,3	19,3	0,6	18,7	93,2	76,7	1,3	75,3	16,5	0,4	16,1
III	59,2	32,4	0,3	32,1	26,8	0,2	26,6	35,0	36,7	2,4	34,3	-1,7	-1,1	-0,6
IV	42,8	42,8	-2,2	45,0	0,0	0,6	-0,6	43,4	38,9	1,1	37,8	4,5	0,0	4,5
2009 Sep	30,2	15,3	-3,7	19,0	14,9	0,0	14,9	0,3	6,4	0,9	5,5	-6,1	-0,1	-6,0
Oct	27,9	24,3	-0,6	24,9	3,6	0,3	3,3	26,0	16,6	0,3	16,3	9,4	0,1	9,3
Nov	9,0	9,7	0,6	9,1	-0,8	0,2	-1,0	9,7	7,9	0,5	7,4	1,8	-0,1	1,9
Dic	5,9	8,7	-2,2	10,9	-2,8	0,0	-2,8	7,7	14,4	0,4	14,0	-6,7	0,0	-6,7
2010 Ene	5,4	7,2	-0,1	7,3	-1,8	0,0	-1,9	-1,7	4,9	0,4	4,5	-6,6	-2,2	-4,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2007	15,3	14,6	11,3	14,9	18,5	-55,0	18,7	14,9	14,8	8,3	15,0	15,3	6,3	15,5
2008	9,2	6,9	0,8	7,5	18,8	-1,6	19,1	4,4	3,8	-1,4	4,0	6,4	9,9	6,3
2009 II	9,4	8,0	7,6	8,0	14,8	5,7	14,8	6,1	7,7	4,6	7,8	1,6	4,9	1,5
III	8,2	6,6	11,9	6,1	14,2	14,0	14,2	4,8	7,5	6,9	7,5	-2,7	-4,3	-2,7
IV	8,0	7,1	11,7	6,6	11,3	24,4	11,2	6,7	8,2	8,4	8,2	2,0	-3,3	2,2

### C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Instrumentos del mercado monetario						
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM				
													Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 II	3.896,2	1.216,2	66,4	3,0	1.149,8	29,2	2.251,1	929,3	17,3	1.321,8	38,7	429,0	351,3	55,3	77,7	1,5
III	4.052,1	1.361,9	74,6	3,1	1.287,3	31,4	2.269,9	927,4	16,8	1.342,6	37,7	420,2	341,8	45,0	78,4	1,4
Operaciones																
2008	-9,0	-101,8	-37,9	0,6	-63,9	0,1	95,4	43,9	3,3	51,5	2,6	-2,5	26,8	15,1	-29,4	0,4
2009	49,2	31,7	1,1	-0,2	30,6	.	27,3	-95,5	-2,7	122,8	.	-9,8	-4,2	-14,2	-5,6	.
2009 II	62,2	9,3	-0,3	0,0	9,5	0,3	32,9	-33,7	0,1	66,6	20,8	20,1	12,5	-1,8	7,5	-0,3
III	42,0	36,7	3,4	0,0	33,3	-0,4	27,4	-7,0	-0,5	34,4	-2,0	-22,2	-10,3	-11,8	-11,9	-0,2
IV	16,1	23,8	3,6	-0,2	20,2	.	23,1	-5,6	0,1	28,7	.	-30,7	-28,1	-0,2	-2,6	.
2009 Sep	-24,8	8,1	0,5	0,0	7,6	.	-22,7	-12,7	-1,1	-10,0	.	-10,2	0,8	-4,3	-11,0	.
Oct	15,7	8,0	1,8	0,0	6,2	.	4,2	-3,9	0,6	8,1	.	3,5	2,3	3,3	1,1	.
Nov	10,9	8,7	-0,8	-0,2	9,4	.	20,0	2,8	0,3	17,2	.	-17,8	-16,9	1,6	-0,8	.
Dic	-10,5	7,1	2,5	0,1	4,6	.	-1,2	-4,6	-0,7	3,4	.	-16,4	-13,5	-5,1	-2,9	.
2010 Ene	28,8	-4,0	-0,5	0,0	-3,5	.	13,7	0,3	0,3	13,4	.	19,1	9,8	4,8	9,3	.
Tasas de crecimiento																
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4
2008	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8
2009 II	-5,6	-8,5	-15,3	14,9	-8,1	-0,9	-3,0	-10,3	-12,8	2,9	110,0	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2
III	-3,0	-3,1	-8,5	12,4	-2,8	-3,5	-2,5	-10,6	-18,6	4,0	89,3	-6,9	0,0	-30,8	-32,5	49,3
IV	1,3	2,3	0,6	-7,1	2,4	.	1,1	-9,7	-13,3	10,0	.	-3,0	-2,2	-24,6	-7,4	.

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones								
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
					Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1	
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9	
2009 II	6.299,9	2.282,7	679,0	1.603,7	3.511,9	1.197,2	2.314,7	1.425,6	505,3	79,2	426,1	359,3	
III	6.611,2	2.528,8	713,7	1.815,1	3.523,8	1.179,0	2.344,8	1.448,9	558,6	78,2	480,4	421,7	
Operaciones													
2008	341,5	-124,8	93,4	-218,2	250,0	31,5	218,6	199,2	216,3	-2,5	218,9	185,7	
2009	393,2	95,5	-0,6	96,1	162,6	-14,9	177,5	.	135,1	25,6	109,5	.	
2009 II	145,0	47,8	3,4	44,4	44,6	-2,2	46,8	56,8	52,6	-2,6	55,2	54,1	
III	125,3	78,6	12,3	66,3	-12,9	-7,6	-5,3	-5,9	59,6	13,9	45,7	60,5	
IV	64,2	20,3	-11,9	32,2	40,5	5,9	34,6	.	3,4	25,7	-22,3	.	
2009 Sep	55,1	-18,1	-5,4	-12,8	44,5	-13,2	57,7	.	28,6	20,5	8,2	.	
Oct	32,8	-26,1	-0,5	-25,6	37,0	12,5	24,5	.	21,9	2,3	19,7	.	
Nov	-6,0	-3,0	-2,4	-0,6	10,4	-4,1	14,4	.	-13,3	2,1	-15,4	.	
Dic	37,3	49,4	-9,0	58,4	-6,8	-2,5	-4,4	.	-5,2	21,4	-26,7	.	
2010 Ene	24,7	17,2	-10,4	27,6	-3,7	22,7	-26,4	.	11,2	-3,9	15,0	.	
Tasas de crecimiento													
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2	
2008	5,4	-5,4	16,0	-10,5	8,3	2,8	11,5	17,8	88,3	-2,0	202,0	246,5	
2009 II	3,9	-7,1	-0,4	-9,0	4,8	-4,6	10,4	17,7	99,3	-20,1	233,3	300,3	
III	5,2	-0,6	4,2	-1,9	2,8	-5,3	7,5	12,0	67,6	-5,9	113,9	177,6	
IV	6,5	4,3	-0,1	6,1	4,7	-1,2	8,1	.	30,5	35,8	32,1	.	

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.381,3	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.882,1	196,2	1.518,5	476,5
2008	5.466,1	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.055,6	186,1	1.644,9	474,5
2009 II	5.083,7	27,9	27,7	0,3	2.966,4	2.930,5	35,9	103,2	12,1	42,0	11,2	1.986,1	188,9	1.559,3	414,1
III	4.926,4	22,8	22,5	0,3	2.823,3	2.790,0	33,2	109,1	11,9	48,4	8,6	1.971,3	190,5	1.544,3	446,2
Operaciones															
2008	93,4	-9,4	-9,4	0,0	-50,2	-65,5	15,3	-6,6	-1,1	-6,8	-5,8	159,6	2,5	97,6	-31,9
2009	-517,5	-1,6	.	.	-413,4	.	.	4,4	.	.	1,2	-106,9	.	.	-5,6
2009 II	-145,4	7,0	7,0	0,0	-90,0	-76,0	-13,9	-3,8	0,0	-4,5	-5,1	-58,6	5,3	-68,0	-16,7
III	-115,0	-6,6	-6,6	0,0	-83,5	-81,2	-2,3	-5,1	-0,3	-4,9	-3,9	-19,8	0,1	-15,8	26,1
IV	-24,5	6,2	.	.	-3,6	.	.	6,8	.	.	1,1	-33,9	.	.	-16,1
2009 Sep	-24,1	-1,8	.	.	-21,3	.	.	-1,9	.	.	-1,8	1,0	.	.	6,4
Oct	44,1	1,9	.	.	13,8	.	.	-0,3	.	.	-0,5	28,7	.	.	3,7
Nov	8,7	0,2	.	.	16,8	.	.	3,7	.	.	1,5	-11,9	.	.	-6,0
Dic	-77,3	4,1	.	.	-34,2	.	.	3,5	.	.	0,1	-50,7	.	.	-13,8
2010 Ene	51,0	-5,1	.	.	68,3	.	.	-4,1	.	.	-2,9	-8,1	.	.	-3,2
Tasas de crecimiento															
2007	21,0	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,4	-6,4	-9,8	-12,4	-28,6	26,6	7,5	28,8	14,0
2008	1,7	-26,2	-26,9	5,0	-1,5	-2,0	21,6	-6,2	-8,9	-14,0	-44,4	8,6	1,2	6,5	-6,9
2009 II	-9,0	-28,7	-30,3	5,6	-14,1	-14,1	-17,1	-4,9	-3,3	-13,2	-35,7	0,1	-4,8	-0,8	-3,3
III	-12,6	-42,4	-43,8	6,0	-18,3	-18,4	-22,4	-2,3	-4,7	-6,6	-20,3	-2,6	-4,1	-2,7	3,3
IV	-9,4	-8,1	.	.	-12,6	.	.	3,7	.	.	14,3	-5,2	.	.	-1,1

### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.468,6	201,7	201,4	0,2	3.935,1	3.872,6	62,5	52,3	0,0	46,9	5,4	1.279,5	156,9	1.009,7	112,8
2008	5.653,6	482,3	481,9	0,4	3.751,8	3.698,1	53,6	61,9	0,0	58,0	3,9	1.357,6	170,2	1.069,6	117,8
2009 II	5.234,7	313,4	308,4	5,0	3.587,6	3.551,2	36,4	58,8	0,0	55,0	3,9	1.274,9	182,3	973,2	119,4
III	5.003,1	264,3	263,8	0,6	3.437,7	3.401,0	36,8	59,7	0,0	55,9	3,8	1.241,3	179,1	952,9	109,4
Operaciones															
2008	165,5	280,7	280,6	0,1	-181,0	-191,9	10,9	9,5	0,0	11,0	-1,5	56,3	10,5	46,1	-0,3
2009	-714,5	-231,6	.	.	-344,1	.	.	-8,5	.	.	.	-130,2	.	.	.
2009 II	-226,4	-89,3	-91,1	1,8	-81,1	-69,7	-11,4	-2,4	0,0	-3,1	0,7	-53,6	4,4	-57,3	-0,7
III	-156,3	-43,5	-43,7	0,3	-79,1	-79,7	0,6	1,4	0,0	1,9	-0,5	-35,1	1,3	-24,6	-11,7
IV	-83,4	-16,7	.	.	-71,3	.	.	-3,8	.	.	.	8,4	.	.	.
2009 Sep	-42,9	-20,3	.	.	-3,5	.	.	1,2	.	.	.	-20,4	.	.	.
Oct	33,1	-8,3	.	.	14,7	.	.	5,9	.	.	.	20,8	.	.	.
Nov	24,1	-1,3	.	.	16,4	.	.	0,9	.	.	.	8,1	.	.	.
Dic	-140,6	-7,1	.	.	-102,4	.	.	-10,6	.	.	.	-20,6	.	.	.
2010 Ene	61,0	-7,5	.	.	70,1	.	.	-0,1	.	.	.	-1,6	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,0	79,2	79,4	-6,9	18,0	18,2	9,5	-1,9	27,4	-4,1	20,7	20,7	6,8	26,2	0,5
2008	3,1	141,3	141,4	20,8	-4,6	-4,9	17,3	18,3	-20,1	23,6	-27,9	4,3	6,6	4,5	-0,8
2009 II	-11,2	19,1	17,3	1.123,2	-14,9	-15,1	-9,6	10,5	41,1	11,3	-1,2	-6,5	-3,5	-7,6	-1,7
III	-15,0	-27,7	-29,0	916,8	-16,3	-16,4	-13,4	8,1	234,7	9,4	-11,1	-8,3	-2,8	-9,3	-8,6
IV	-12,5	-47,8	.	.	-9,1	.	.	-13,6	.	.	.	-9,5	.	.	.

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5	5,6
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	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7	5,5
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,6	20,7	0,1	0,1	155,4	-141,4	5,6
II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	77,6	-65,6	5,4
III	430,9	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
2009 Dic	462,4	266,0	347,163	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	-	-	-	-0,1	0,0	32,1	-24,5	51,2
2010 Ene	468,7	268,1	347,162	52,0	10,2	138,4	10,3	10,0	118,4	-	-	-	-0,3	0,0	28,3	-20,0	52,5
Feb	492,6	283,5	347,161	52,7	11,8	144,5	7,3	15,9	121,6	-	-	-	-0,4	0,0	28,9	-21,8	53,3
<b>Operaciones</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	3,9	-2,1	-	-0,1	3,8	2,3	5,0	-15,8	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-	-
2009	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 II	2,4	0,1	-	-0,5	3,3	-0,4	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-	-
III	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
IV	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<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	1,1	-1,0	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-69,1	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 II	-1,2	-0,9	-	-6,6	174,2	-6,4	106,0	-80,7	2,1	2,6	0,0	15,5	-	-	-	-	-
III	-0,9	-0,9	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,2	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
IV	-0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 8. 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>2008</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
En el exterior	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Otro capital	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
En la zona del euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Otro capital	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
<b>Inversiones de cartera</b>	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Acc. y participaciones	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Valores distintos de acciones	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Bonos y obligaciones	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Instrum. mercado monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
<b>Otras inversiones</b>	-187,5	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	2,1	1,8	349,6
Activos	5.466,1	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	640,7	58,7	1.048,8
AAPP	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Otros sectores	2.055,6	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	271,7	0,5	510,9
Pasivos	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,1
AAPP	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Otros sectores	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
<b>IV 2008 a III 2009</b>	<b>Operaciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	148,5	54,1	1,2	7,4	34,5	11,0	0,0	-5,0	3,7	-10,0	-21,9	34,1	66,0	0,0	27,5
En el exterior	303,6	105,7	1,6	19,3	78,9	5,8	0,0	3,3	4,0	-1,3	-0,4	83,4	61,5	0,0	47,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	192,9	56,8	1,3	9,5	43,7	2,3	0,0	3,5	2,4	0,7	3,7	42,5	48,7	0,0	34,6
Otro capital	110,7	48,9	0,3	9,8	35,2	3,5	0,0	-0,2	1,6	-2,0	-4,1	41,0	12,8	0,0	12,8
En la zona del euro	155,1	51,5	0,4	11,9	44,4	-5,2	0,0	8,3	0,3	8,7	21,5	49,3	-4,5	0,0	19,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	177,6	52,6	0,5	12,4	37,6	2,0	0,0	8,5	0,2	2,8	13,0	63,6	8,7	0,0	28,3
Otro capital	-22,5	-1,0	-0,1	-0,5	6,8	-7,3	0,0	-0,1	0,1	5,9	8,5	-14,3	-13,2	0,0	-8,4
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	-133,1	41,0	5,7	11,6	7,6	-4,8	20,9	4,6	4,2	-47,0	8,2	-41,3	-113,4	-2,5	13,1
Acc. y participaciones	-46,2	-1,4	0,4	1,2	-2,4	-0,6	0,0	3,8	5,7	-5,7	6,6	-13,0	-49,3	0,0	7,1
Valores distintos de acciones	-86,9	42,4	5,3	10,3	10,1	-4,2	20,9	0,8	-1,5	-41,3	1,6	-28,3	-64,1	-2,5	6,0
Bonos y obligaciones	-58,5	49,8	4,8	16,2	15,4	-4,1	17,5	-2,9	-0,8	-28,5	0,3	-28,2	-48,8	-2,9	3,6
Instrum. mercado monetario	-28,4	-7,3	0,5	-5,9	-5,3	-0,1	3,5	3,7	-0,7	-12,8	1,3	-0,1	-15,3	0,4	2,4
<b>Otras inversiones</b>	174,1	-220,9	1,5	-9,4	-221,7	18,8	-10,1	-3,1	5,4	68,7	85,1	49,9	82,1	18,9	88,1
Activos	-722,3	-332,5	-15,8	-13,7	-319,6	15,1	1,5	-0,8	-10,3	-9,4	-53,8	-188,1	-43,1	-4,9	-79,4
AAPP	-2,3	-2,4	-0,3	-0,1	-2,0	-0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	1,3	-1,2
IFM	-664,4	-326,2	-14,9	-13,4	-312,9	14,5	0,6	-1,3	-12,5	-7,2	-50,2	-108,3	-47,3	-6,1	-105,3
Otros sectores	-55,5	-3,9	-0,6	-0,1	-4,7	0,9	0,7	0,5	2,2	-2,2	-3,6	-79,9	4,2	0,0	27,2
Pasivos	-896,4	-111,6	-17,4	-4,3	-97,9	-3,7	11,7	2,3	-15,8	-78,0	-138,9	-238,0	-125,2	-23,8	-167,4
AAPP	4,3	2,2	0,0	-0,2	0,3	0,0	2,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	2,2	-0,2
IFM	-787,5	-95,6	-16,6	-1,4	-78,1	-0,6	1,2	1,1	-15,4	-79,6	-139,5	-142,6	-128,8	-25,9	-161,0
Otros sectores	-113,2	-18,2	-0,8	-2,6	-20,2	-3,1	8,4	1,2	-0,3	1,7	0,6	-95,6	3,7	-0,1	-6,2

Fuente: BCE.

### 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

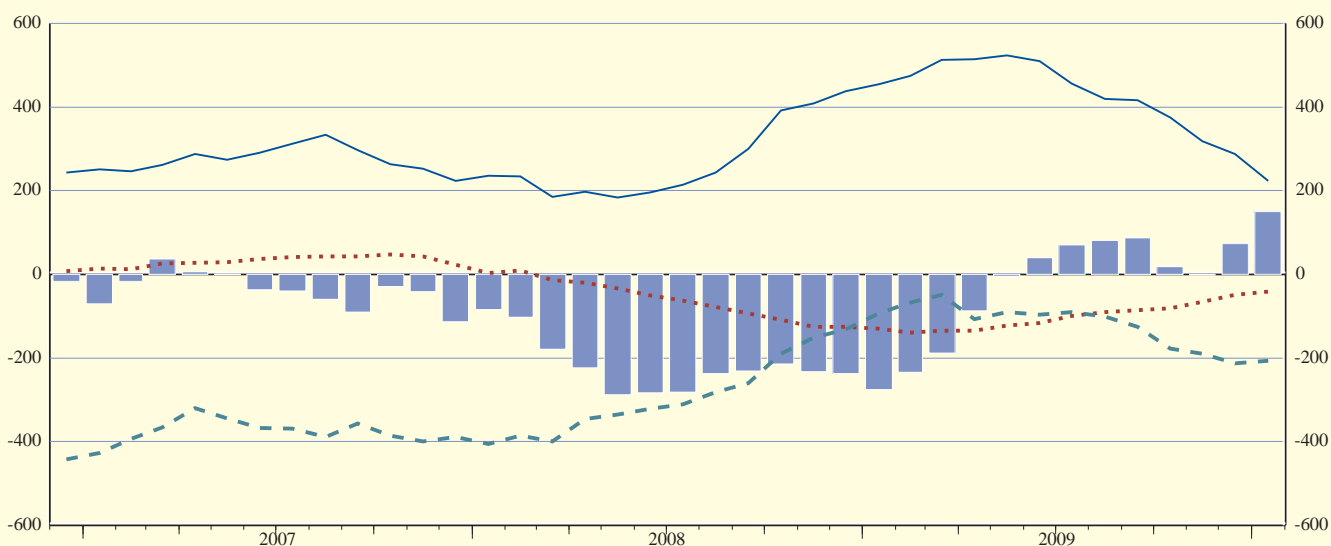
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM											Derivados financieros	Errores y omisiones	
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no IFM								Activos			Pasivos
			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	-112,5	22,8	-457,6	401,0	-38,3	-160,9	134,4	223,0	-384,8	226,8	-64,8	-14,1		
2008	-237,6	-126,2	-325,0	136,6	63,8	-21,6	-218,5	438,0	-153,7	66,4	-65,6	-31,7		
2009	73,4	-49,4	-270,0	207,3	-30,6	-117,2	96,1	287,0	102,5	-138,7	13,2	-26,8		
2008 IV	52,7	-28,9	-48,9	-14,7	50,0	73,2	-111,9	140,8	-18,1	34,8	-13,2	-10,4		
2009 I	-41,7	-36,6	-78,8	40,0	32,4	5,6	-46,8	132,4	-11,8	-53,5	-5,3	-19,1		
II	77,4	-19,5	-88,0	91,4	-9,5	-74,2	44,4	102,0	62,5	-56,0	18,8	5,5		
III	-1,2	-1,2	-58,7	33,7	-33,3	-22,5	66,3	40,4	24,8	-33,7	-4,2	-12,8		
IV	38,9	7,8	-44,4	42,2	-20,2	-26,1	32,2	12,2	27,1	4,5	3,8	-0,4		
2009 Ene	-74,5	-23,8	-21,1	9,3	2,4	-5,6	-35,1	51,6	-3,7	-43,7	3,4	-8,0		
Feb	31,0	-4,9	-19,5	12,4	18,8	0,8	3,4	38,1	6,8	-17,3	-1,3	-6,3		
Mar	1,8	-7,9	-38,2	18,3	11,3	10,4	-15,2	42,7	-15,0	7,6	-7,3	-4,9		
Abr	21,4	-9,1	-59,8	73,2	5,2	-48,3	-24,1	48,9	-11,5	41,0	9,1	-3,3		
May	5,2	-13,5	-11,3	20,9	-1,9	-33,2	28,6	30,3	86,6	-110,8	9,2	0,5		
Jun	50,8	3,2	-16,9	-2,6	-12,9	7,4	39,9	22,7	-12,6	13,8	0,6	8,4		
Jul	-0,1	10,1	-11,7	14,3	-14,3	-21,4	33,0	-31,3	13,0	-1,2	6,5	3,0		
Ago	19,4	-5,4	-13,2	19,9	-11,3	-22,2	46,1	5,9	10,9	-13,3	-9,3	11,3		
Sep	-20,4	-5,9	-33,9	-0,5	-7,6	21,0	-12,8	65,9	0,9	-19,2	-1,4	-27,1		
Oct	-4,7	-3,6	-28,2	25,6	-6,2	-9,2	-25,6	44,2	-28,4	26,7	0,9	-0,8		
Nov	-8,5	0,5	-8,1	9,3	-9,4	-16,4	-0,6	-0,9	8,2	9,0	-0,2	0,1		
Dic	52,0	10,9	-8,1	7,3	-4,6	-0,5	58,4	-31,0	47,2	-31,1	3,1	0,4		
2010 Ene	2,0	-15,0	-5,5	0,2	3,5	-22,7	27,6	-11,4	12,2	-1,7	5,4	9,4		
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Ene	150,0	-40,6	-254,4	198,2	-29,5	-134,3	158,8	224,1	118,4	-96,6	15,3	-9,4		

### C34 Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones 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 las no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de las no 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 (f.o.b.)				Importaciones (c.i.f.)						
	Expor- taciones 1	Impor- taciones 2	3	Total			Pro memoria: Manufacturas 7	8	Total			Pro memoria:	
				Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6			Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	3,7	8,2	1.558,3	768,5	337,7	414,1	1.303,6	1.610,7	1.019,1	233,0	333,9	1.021,1	293,6
2009	-18,1	-22,2	1.273,3	623,2	261,5	352,4	1.047,7	1.256,0	724,4	191,3	312,8	825,1	174,2
2009 I	-21,1	-20,9	315,6	151,4	66,0	86,8	258,4	320,0	183,3	49,6	79,4	212,2	36,0
II	-23,2	-27,2	309,7	152,9	63,7	85,3	254,5	304,7	173,4	47,2	77,4	201,9	41,7
III	-19,3	-25,7	319,1	156,9	64,7	88,5	263,1	312,8	179,8	47,4	78,5	204,4	47,5
IV	-8,3	-14,5	328,9	162,0	67,1	91,9	271,7	318,5	187,9	47,1	77,5	206,6	49,0
2009 Ago	-21,0	-25,6	103,4	50,5	20,3	29,1	84,3	103,0	59,7	15,5	25,8	67,3	16,4
Sep	-19,2	-22,6	107,2	53,1	21,8	29,3	88,6	106,4	61,4	16,2	26,6	69,4	16,0
Oct	-16,9	-22,4	107,8	53,6	22,4	29,6	90,1	104,4	61,4	15,2	25,6	68,4	15,9
Nov	-5,6	-13,7	109,3	53,5	21,3	31,7	89,2	105,7	62,8	15,7	25,7	68,4	16,7
Dic	-0,4	-5,5	111,8	54,9	23,4	30,6	92,4	108,4	63,7	16,1	26,2	69,8	16,4
2010 Ene	4,6	1,0	111,1	.	.	.	90,7	109,4	.	.	.	72,0	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,4	0,5	146,0	141,4	157,6	147,5	142,8	129,2	122,4	144,0	143,3	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,0	121,3	118,5	120,3	126,9	114,5	111,4	103,2	117,0	133,4	108,9	97,0
2009 I	-21,0	-14,9	119,5	114,0	120,8	125,0	111,7	112,9	105,6	118,3	131,9	109,0	100,1
II	-22,0	-19,2	118,6	117,2	117,7	123,0	111,6	108,5	99,9	113,7	132,4	106,2	97,7
III	-17,3	-14,6	121,4	119,4	118,8	126,8	115,1	110,7	101,8	117,6	133,8	108,7	95,2
IV	-5,9	-7,1	125,5	123,4	124,0	132,7	119,5	113,3	105,5	118,4	135,6	111,8	95,0
2009 Ago	-19,2	-13,5	118,4	115,5	112,1	125,4	110,9	110,4	102,4	116,8	132,5	107,9	97,6
Sep	-17,1	-12,0	122,3	120,7	119,9	127,0	116,4	112,7	103,6	120,6	136,6	111,0	93,7
Oct	-14,3	-12,4	124,0	123,3	124,5	127,8	119,4	113,0	105,8	115,1	135,2	111,6	96,4
Nov	-2,9	-6,1	125,4	121,8	118,8	139,1	117,9	112,5	105,1	119,5	135,0	111,4	95,0
Dic	1,3	-2,1	127,2	125,2	128,7	131,1	121,3	114,3	105,7	120,7	136,8	112,6	93,6

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,5	-26,5	-2,5	102,2	-9,4	-5,9	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,5	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
III	100,9	-4,0	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
IV	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,8	-1,9	103,4	-3,2	-5,0	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2009 Sep	100,6	-4,3	-6,7	0,0	0,0	-32,7	-4,2	102,0	-11,7	-7,9	-1,3	-1,3	-30,1	-5,3
Oct	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,7	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,2	-3,1	-16,7	-4,9
Nov	100,7	-2,2	-5,4	-1,6	-0,7	10,6	-2,0	103,5	-3,5	-5,5	-2,4	-3,6	-2,3	-3,6
Dic	100,7	-0,2	-3,7	-0,6	0,3	33,1	-0,1	103,9	1,9	-2,1	-1,6	-1,9	15,1	-1,0
2010 Ene	101,7	0,4	-1,8	-0,7	0,4	32,3	0,5	106,1	4,6	0,5	-1,2	-1,3	22,9	0,4
Feb	102,7	1,3	-0,2	-0,1	0,5	36,5	1,4	107,3	5,5	2,0	-0,9	-1,2	25,5	1,1

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

**7.5 Comercio exterior de bienes**

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

**3. Detalle por área geográfica**

	Total	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 (f.o.b.)</b>															
2008	1.558,3	35,2	53,9	220,4	233,7	78,6	86,7	42,7	186,3	309,5	65,7	33,7	100,1	68,1	142,9
2009	1.273,3	27,4	41,0	174,4	176,5	49,6	78,7	34,4	151,9	282,2	67,9	28,7	91,5	53,9	111,9
2008 III	396,5	9,0	14,0	56,1	60,2	21,0	21,8	10,8	46,8	77,2	16,0	8,2	26,6	17,6	35,4
2008 IV	360,2	8,0	11,5	48,5	52,4	17,9	21,0	8,4	44,0	73,5	15,6	8,1	24,9	17,2	32,8
2009 I	315,6	7,2	9,9	42,6	43,4	12,5	20,3	7,7	39,2	67,1	15,5	7,1	23,4	13,1	29,2
2009 II	309,7	6,6	9,8	42,5	42,5	12,1	19,2	8,3	38,1	69,9	16,8	7,1	22,6	12,5	25,7
2009 III	319,1	6,9	10,6	44,6	44,9	12,2	19,3	9,1	36,3	70,9	17,3	7,2	22,4	14,0	28,0
2009 IV	328,9	6,7	10,7	44,7	45,7	12,8	20,0	9,3	38,2	74,3	18,3	7,3	23,1	14,3	28,9
2009 Ago	103,4	2,3	3,4	14,5	14,8	4,0	6,2	3,0	11,8	22,7	5,7	2,2	7,4	4,4	8,9
2009 Sep	107,2	2,3	3,6	15,2	15,2	4,1	6,4	3,0	12,1	23,5	5,8	2,4	7,5	4,7	9,5
2009 Oct	107,8	2,2	3,6	15,1	15,3	4,1	6,4	3,0	12,4	24,4	6,0	2,4	7,6	4,6	9,1
2009 Nov	109,3	2,2	3,5	14,4	15,1	4,3	6,9	3,1	12,8	24,3	6,2	2,4	7,7	4,8	10,2
2009 Dic	111,8	2,3	3,6	15,3	15,3	4,4	6,7	3,2	13,0	25,7	6,1	2,6	7,8	4,9	9,6
2010 Ene	111,1	.	.	.	.	4,4	6,6	3,5	13,3	24,2	5,8	2,5	7,6	4,6	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2009	100,0	2,2	3,2	13,7	13,9	3,9	6,2	2,7	11,9	22,2	5,3	2,3	7,2	4,2	8,8
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2008	1.610,7	30,7	52,1	164,7	184,8	122,0	70,0	32,4	135,8	480,0	184,4	57,4	141,2	81,7	115,3
2009	1.256,0	26,3	37,6	125,2	161,3	81,4	64,8	26,2	116,3	376,1	158,6	42,9	93,5	59,2	88,0
2008 III	419,2	7,8	13,2	41,8	47,8	34,3	17,9	8,2	34,1	124,6	48,2	14,3	38,2	21,2	30,2
2008 IV	372,2	7,3	11,4	36,3	42,9	24,8	17,4	7,1	33,2	113,5	47,0	13,2	30,8	20,1	27,3
2009 I	320,0	6,8	9,5	31,5	38,8	17,8	16,7	6,6	31,8	97,1	41,6	11,5	23,8	14,7	24,9
2009 II	304,7	6,3	8,9	30,5	38,8	18,1	16,1	6,3	30,4	92,3	39,6	10,2	23,0	14,2	19,8
2009 III	312,8	6,7	9,7	31,5	41,0	21,8	16,1	6,6	26,1	93,1	38,6	10,7	22,6	14,8	22,6
2009 IV	318,5	6,4	9,5	31,7	42,8	23,7	16,0	6,7	28,0	93,6	38,8	10,5	24,2	15,5	20,6
2009 Ago	103,0	2,3	3,2	10,4	13,7	6,7	5,4	2,1	8,7	30,9	12,6	3,5	7,3	4,9	7,3
2009 Sep	106,4	2,2	3,3	10,7	14,0	8,3	5,3	2,3	9,0	31,4	13,1	3,8	7,6	4,9	7,4
2009 Oct	104,4	2,2	3,1	10,7	14,3	7,8	5,2	2,3	9,1	30,9	12,6	3,5	7,3	4,9	6,5
2009 Nov	105,7	2,1	3,1	10,1	14,0	7,9	5,3	2,3	9,4	31,0	12,8	3,5	8,5	5,2	6,8
2009 Dic	108,4	2,1	3,3	10,8	14,5	7,9	5,5	2,1	9,5	31,7	13,4	3,5	8,4	5,4	7,3
2010 Ene	109,4	.	.	.	.	8,4	5,3	2,4	9,6	33,4	12,8	3,7	8,3	5,3	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,8	6,5	5,2	2,1	9,3	30,0	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
<b>Saldo</b>															
2008	-52,4	4,5	1,8	55,7	48,9	-43,4	16,7	10,4	50,5	-170,5	-118,8	-23,6	-41,0	-13,6	27,6
2009	17,4	1,1	3,4	49,2	15,2	-31,8	13,8	8,1	35,6	-94,0	-90,7	-14,2	-2,0	-5,3	23,9
2008 III	-22,7	1,2	0,8	14,3	12,4	-13,3	3,9	2,6	12,7	-47,4	-32,2	-6,1	-11,6	-3,6	5,2
2008 IV	-12,0	0,7	0,0	12,2	9,5	-6,9	3,6	1,4	10,8	-40,0	-31,4	-5,1	-6,0	-2,9	5,6
2009 I	-4,4	0,4	0,5	11,1	4,6	-5,3	3,6	1,1	7,4	-30,0	-26,1	-4,3	-0,4	-1,6	4,3
2009 II	5,1	0,3	0,9	12,0	3,7	-6,0	3,1	2,0	7,7	-22,4	-22,7	-3,1	-0,3	-1,7	5,9
2009 III	6,3	0,1	0,8	13,1	3,9	-9,6	3,2	2,5	10,2	-22,3	-21,4	-3,6	-0,1	-0,8	5,4
2009 IV	10,4	0,3	1,2	13,0	3,0	-10,9	4,0	2,6	10,3	-19,2	-20,5	-3,2	-1,1	-1,1	8,3
2009 Ago	0,4	0,0	0,2	4,1	1,1	-2,7	0,9	0,8	3,1	-8,2	-6,9	-1,3	0,0	-0,5	1,6
2009 Sep	0,8	0,1	0,3	4,5	1,2	-4,2	1,1	0,8	3,1	-8,0	-7,3	-1,4	-0,1	-0,2	2,1
2009 Oct	3,5	0,0	0,5	4,3	1,1	-3,7	1,2	0,7	3,3	-6,5	-6,6	-1,1	0,3	-0,2	2,5
2009 Nov	3,6	0,1	0,4	4,3	1,1	-3,7	1,6	0,8	3,4	-6,7	-6,6	-1,2	-0,7	-0,4	3,4
2009 Dic	3,3	0,2	0,3	4,5	0,9	-3,6	1,2	1,1	3,6	-6,0	-7,3	-0,9	-0,7	-0,5	2,3
2010 Ene	1,8	.	.	.	.	-4,1	1,3	1,1	3,8	-9,3	-7,0	-1,3	-0,7	-0,6	.

Fuente: Eurostat.



### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	106,9	101,0	113,0	104,2	
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,7	118,0	107,0	
2009	111,7	110,6	105,9	106,9	119,0	106,6	120,6	107,8	
2009 I	109,9	109,2	104,7	105,2	116,9	105,1	119,0	106,9	
II	111,1	110,2	105,4	106,5	119,9	106,4	119,8	107,4	
III	112,1	110,9	106,2	107,4	119,0	106,6	121,0	108,1	
IV	113,8	112,2	107,3	108,6	120,2	108,1	122,5	108,8	
2010 I	108,7	106,7	102,2	.	.	.	116,9	103,2	
2009 Mar	111,1	110,3	105,5	-	-	-	120,4	108,1	
Abr	110,3	109,5	104,6	-	-	-	119,1	106,8	
May	110,8	109,9	105,2	-	-	-	119,5	107,1	
Jun	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,2	
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7	
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,8	
Sep	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,7	
Oct	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,5	
Nov	114,0	112,5	107,5	-	-	-	122,9	109,2	
Dic	113,0	111,3	106,1	-	-	-	121,7	107,9	
2010 Ene	110,8	108,9	104,0	-	-	-	119,1	105,4	
Feb	108,0	105,9	101,5	-	-	-	116,2	102,6	
Mar	107,4	105,3	100,9	-	-	-	115,2	101,5	
	% variación sobre el mes anterior								
2010 Mar	-0,6	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,9	-1,0	
	% variación sobre el año anterior								
2010 Mar	-3,3	-4,6	-4,4	-	-	-	-4,3	-6,0	

### C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

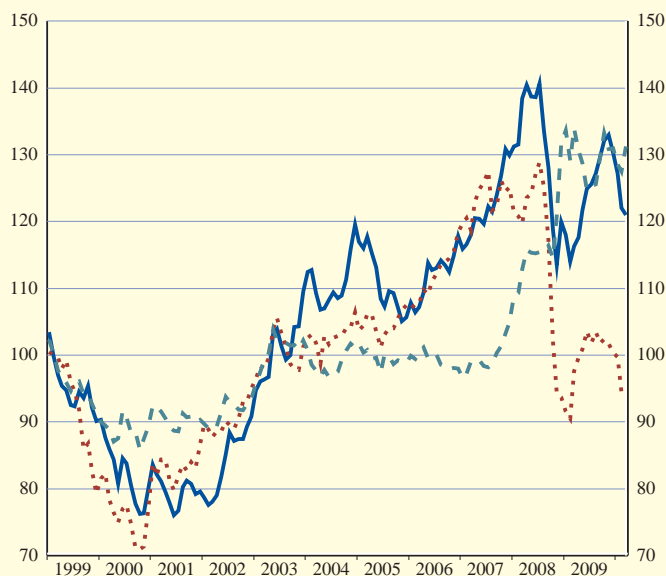
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



### C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 III	7,4442	10,4241	0,87161	1,4303	133,82	1,5195	1.772,14	11,0854	2,0570	1,5704	8,7397	1,7169
2009 IV	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1.725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2010 I	7,4426	9,9464	0,88760	1,3829	125,48	1,4632	1.581,41	10,7364	1,9395	1,4383	8,1020	1,5293
2009 Sep	7,4428	10,1976	0,89135	1,4562	133,14	1,5148	1.768,58	11,2858	2,0720	1,5752	8,5964	1,6903
2009 Oct	7,4438	10,3102	0,91557	1,4816	133,91	1,5138	1.739,94	11,4828	2,0714	1,5619	8,3596	1,6341
2009 Nov	7,4415	10,3331	0,89892	1,4914	132,97	1,5105	1.735,17	11,5588	2,0711	1,5805	8,4143	1,6223
2009 Dic	7,4419	10,4085	0,89972	1,4614	131,21	1,5021	1.703,03	11,3296	2,0392	1,5397	8,4066	1,6185
2010 Ene	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
2010 Feb	7,4440	9,9505	0,87604	1,3686	123,46	1,4671	1.582,70	10,6305	1,9326	1,4454	8,0971	1,5434
2010 Mar	7,4416	9,7277	0,90160	1,3569	123,03	1,4482	1.542,59	10,5313	1,8990	1,3889	8,0369	1,4882
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Mar	0,0	-2,2	2,9	-0,9	-0,3	-1,3	-2,5	-0,9	-1,7	-3,9	-0,7	-3,6
	% variación sobre el año anterior											
2010 Mar	-0,1	-13,0	-2,0	4,0	-3,6	-4,0	-18,6	4,1	-4,8	-15,7	-9,1	-24,0
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631		
2009 III	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444		
2009 IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029		
2010 I	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866		
2009 Sep	25,346	15,6466	0,7039	3,4528	271,84	4,1584	1,9558	4,2420	7,3102	2,1711		
2009 Oct	25,861	15,6466	0,7088	3,4528	268,49	4,2146	1,9558	4,2871	7,2419	2,1823		
2009 Nov	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262		
2009 Dic	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013		
2010 Ene	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028		
2010 Feb	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756		
2010 Mar	25,541	15,6466	0,7083	3,4528	265,40	3,8906	1,9558	4,0866	7,2616	2,0821		
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Mar	-1,7	0,0	-0,1	0,0	-2,1	-3,1	0,0	-0,8	-0,6	0,3		
	% variación sobre el año anterior											
2010 Mar	-6,2	0,0	0,0	0,0	-12,7	-15,8	0,0	-4,6	-2,4	-6,8		
	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa <sup>2)</sup>	Rupia india <sup>3)</sup>	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>1)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6633	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14.443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 III	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
2009 IV	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2010 I	2,4917	9,4417	-	63,4796	12.809,32	4,6590	17,6555	1,9510	63,593	41,2697	10,3852	45,472
2009 Sep	2,6520	9,9431	-	70,4154	14.346,84	5,0862	19,5255	2,0691	69,967	44,7624	10,9495	49,239
2009 Oct	2,5771	10,1152	-	69,2160	14.057,25	5,0425	19,5856	2,0065	69,419	43,6188	11,0938	49,504
2009 Nov	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
2009 Dic	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
2010 Ene	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
2010 Feb	2,5237	9,3462	-	63,4291	12.786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
2010 Mar	2,4233	9,2623	-	61,7352	12.434,53	4,5083	17,0587	1,9301	61,999	40,1219	10,0589	44,111
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Mar	-4,0	-0,9	-	-2,7	-2,7	-3,6	-3,7	-1,6	-2,1	-2,8	-4,2	-2,8
	% variación sobre el año anterior											
2010 Mar	-19,8	3,8	-	-7,6	-19,7	-6,0	-10,8	-21,3	-1,8	-11,1	-22,5	-5,5

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>IAPC</b>											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 III	0,8	-0,1	0,6	-0,9	1,2	2,4	4,9	4,3	5,0	1,7	1,5
IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2009 Dic	1,6	0,5	1,2	-1,9	-1,4	1,2	5,4	3,8	4,7	2,8	2,9
2010 Ene	1,8	0,4	1,9	-1,0	-3,3	-0,3	6,2	3,9	5,2	2,7	3,5
Feb	1,7	0,4	1,8	-0,3	-4,3	-0,6	5,6	3,4	4,5	2,8	3,0
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,3	-0,5	-0,4	-9,3	-3,6	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,7	4,5	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,8	-2,1	3,4	-2,7	-4,1	-3,2	-3,8	-3,6	-5,5	2,5	-5,0
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2006	22,7	29,4	31,3	4,5	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,2
2007	18,2	29,0	26,8	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,5	44,2
2008	14,1	30,0	33,5	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,6	38,0	52,0
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>											
2009 Sep	7,45	5,01	3,65	-	13,27	14,50	7,91	6,17	11,00	3,38	3,42
Oct	7,08	4,50	3,60	-	13,51	14,50	7,45	6,15	9,13	3,25	3,34
Nov	6,53	4,19	3,62	-	13,75	14,50	7,37	6,14	8,24	3,27	3,46
Dic	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,60
2010 Ene	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	9,05	3,37	4,01
Feb	6,05	4,33	3,50	-	13,62	7,15	7,69	6,09	7,92	3,28	4,02
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>											
2009 Sep	5,11	1,88	1,76	5,58	11,58	7,07	8,78	4,18	9,05	0,55	0,61
Oct	4,84	1,87	1,58	5,44	13,49	6,59	7,34	4,18	10,03	0,50	0,57
Nov	4,80	1,80	1,56	4,54	11,87	5,39	7,56	4,19	10,19	0,48	0,61
Dic	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
2010 Ene	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,78	4,24	8,56	0,48	0,61
Feb	4,27	1,52	1,39	2,12	3,16	2,24	6,59	4,17	6,93	0,48	0,63
<b>PIB real</b>											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,3	-0,2	0,5
2009	-5,0	-4,2	-4,9	-14,1	-18,0	-15,0	-6,3	1,7	-7,1	-4,9	-4,9
2009 II	-4,9	-4,9	-7,0	-16,1	-17,0	-16,6	-6,8	1,5	-8,7	-5,8	-5,9
III	-5,4	-4,5	-5,4	-15,6	-19,2	-14,7	-7,1	1,3	-7,1	-5,4	-5,3
IV	-5,9	-3,1	-3,0	-9,5	-17,1	-13,2	-5,3	2,8	-6,5	-1,5	-3,1
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB</b>											
2008	-23,2	0,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009	-8,0	0,1	4,0	7,4	11,8	7,2	1,5	0,1	-4,0	7,2	-1,1
2009 II	-13,1	-2,9	4,4	7,9	16,7	3,5	2,5	-0,1	-5,5	9,2	-0,7
III	3,0	-2,0	5,7	10,9	11,8	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-0,8
IV	-7,1	0,9	4,8	9,8	14,4	13,0	2,2	-1,1	-3,9	5,2	-2,7
<b>Deuda exterior bruta en % del PIB</b>											
2007	100,3	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	151,4	401,3
2008	108,4	47,6	179,0	118,5	128,5	71,6	152,4	56,7	55,8	175,3	431,4
2009 II	107,1	45,3	189,2	121,2	131,7	77,5	164,4	60,0	60,6	217,3	391,8
III	107,6	44,4	192,1	124,0	145,8	83,1	164,2	60,0	65,5	210,7	409,5
IV	.	.	.	126,8	154,7	.	.	.	.	.	.
<b>Costes laborales unitarios</b>											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,0	9,3	4,5	6,9	.	2,8	2,8
2009	10,6	2,4	5,1	1,7	-7,1	1,2	.	.	.	4,8	4,9
2009 II	14,2	2,9	9,4	3,4	-2,2	10,8	-	4,0	-	6,6	6,8
III	10,2	1,6	4,8	1,5	-13,1	-6,5	-	4,5	-	5,0	4,5
IV	3,7	0,8	-0,7	-7,5	-19,4	-10,3	-	.	-	0,1	4,0
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>											
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	5,8	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009	6,8	6,7	6,0	13,8	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2009 III	7,0	7,3	6,2	15,2	18,8	14,4	10,4	8,4	7,2	8,6	7,8
IV	8,0	7,4	7,1	15,5	20,3	15,8	10,6	8,7	7,6	8,8	7,7
2009 Dic	8,3	7,5	7,3	-	20,5	15,8	10,6	8,7	7,6	9,0	7,7
2010 Ene	8,5	7,7	7,4	-	21,0	.	11,0	8,9	.	9,1	.
Feb	8,7	7,9	7,5	-	21,7	.	11,0	9,0	.	9,0	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

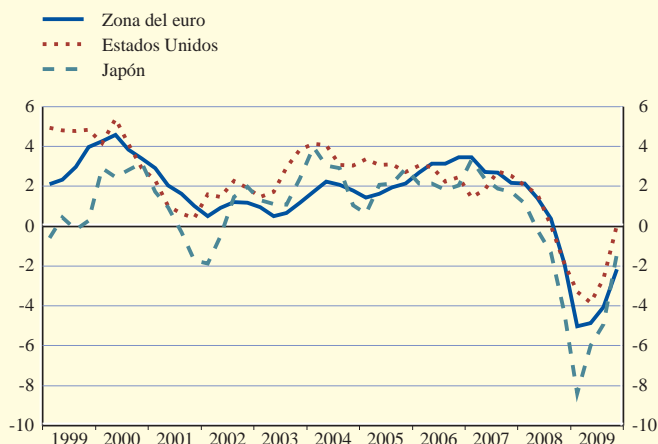
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) <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); fin de período <sup>3)</sup>	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>											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-1,8	-2,4	-11,1	9,3	7,6	0,69	4,17	1,3948	.	.
2009 I	0,0	0,0	-3,3	-13,9	8,2	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,9	60,0
II	-1,2	0,4	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
III	-1,6	-2,7	-2,6	-10,6	9,6	7,7	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
IV	1,4	-4,7	0,1	-4,7	10,0	4,9	0,27	4,17	1,4779	.	.
2010 I	.	.	.	.	9,7	.	0,26	4,01	1,3829	.	.
2009 Nov	1,8	-	-	-4,5	10,0	5,5	0,27	3,44	1,4914	-	-
Dic	2,7	-	-	-1,8	10,0	3,4	0,25	4,17	1,4614	-	-
2010 Ene	2,6	-	-	2,1	9,7	1,9	0,25	3,92	1,4272	-	-
Feb	2,1	-	-	2,0	9,7	2,1	0,25	3,89	1,3686	-	-
Mar	.	-	-	.	9,7	.	0,27	4,01	1,3569	-	-
<b>Japón</b>											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	2,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	.	-5,2	-22,5	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 I	-0,1	3,7	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
II	-1,0	1,2	-6,0	-27,9	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
III	-2,2	1,4	-4,9	-20,1	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	-2,0	.	-1,4	-5,4	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	.	.	.	.	.	.	0,25	1,48	125,48	.	.
2009 Nov	-1,9	-	-	-4,2	5,3	3,3	0,31	1,41	132,97	-	-
Dic	-1,7	-	-	5,2	5,2	3,1	0,28	1,42	131,21	-	-
2010 Ene	-1,3	-	-	18,7	4,9	3,0	0,26	1,42	130,34	-	-
Feb	-1,1	-	-	31,3	.	2,7	0,25	1,43	123,46	-	-
Mar	.	-	-	.	.	.	0,25	1,48	123,03	-	-

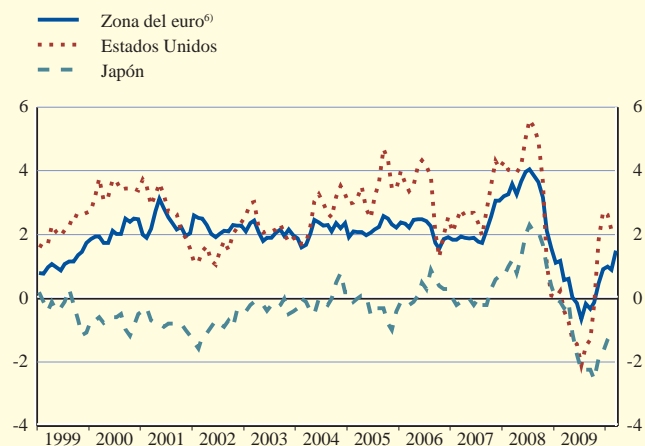
### C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### C38 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.

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 depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



## 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, 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:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «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 interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$h) a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas f) o g).

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula g).

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL 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, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### 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 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las impor-

1 Para más detalles, 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 detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

taciones y las exportaciones 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 las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible 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 neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede

calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por la diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

#### 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, exclu-



yen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

4 Para más detalles, 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».

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

#### CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA

(véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

#### 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 trimestrales ( $L_t$ ) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



## 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, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](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 7 de abril de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 y posteriores se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro (véase más adelante para más información). Cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona.

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las es-

tadísticas. Así, los datos anteriores a 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre 2001 y 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos de 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos de 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir de 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos a menudo son provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

1 Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (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 las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje 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 los períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula aplicando los coeficientes de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF 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 euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez

(columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen 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 días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados mo-

netarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento 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 recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias<sup>2</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>3</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.

2 DO L 356, de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250, de 2.10.2003, p. 17.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan según la política de inversión [es decir, en fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y según el tipo de fondo [es decir, fondos de inversión de capital variable (*open-end fund*) y de capital fijo (*close-end fund*)]. 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, se ha recopilado información estadística armonizada 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 desesta-

cionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances 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 facilite 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 hayan 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 sobre valores distintos de acciones y sobre 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 los 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 menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor 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. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores dis-

tintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos 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 y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de ac-

ciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 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 de los tipos 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 para 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 la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de 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 la vista 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 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 eran los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la

zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>4</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

#### PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de

<sup>4</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.

los precios administrados basadas en el IAPC, elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>5</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>6</sup>. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>7</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importacio-

nes es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 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>8</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>9</sup>. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos me-

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

táticos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y

6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>10</sup>, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento (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 el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>11</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.

10 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

11 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

12 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>12</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>13</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión directa extranjera (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, 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) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet 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 Marco de Calidad de las Estadísticas del BCE, publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los

activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran 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 organismos 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 la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. 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 p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este de-

talle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Euro-sistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

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 transacciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de las IFM. En estas operaciones 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

fuelle es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 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 c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los

productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de 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, correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, con los socios comerciales de la zona, 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, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el

índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro» del 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 como tipos de referencia para estas monedas.

#### EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

### 8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

### 12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

### 6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

### 5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

### 3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

### 7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

### 8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.



4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento de 2009, que concluirá el 20 de enero.

#### **15 DE OCTUBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final de 2009; (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre de 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

#### **6 DE NOVIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

#### **4 DE DICIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

#### **18 DE DICIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento de 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

#### **15 DE ENERO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

**5 DE FEBRERO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

**5 DE MARZO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

**2 DE ABRIL DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

**7 DE MAYO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

**4 DE JUNIO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

**2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE,  
8 DE OCTUBRE, 5 DE NOVIEMBRE Y 3 DE DICIEMBRE  
DE 2009, 14 DE ENERO, 4 DE FEBRERO, 4 DE MARZO  
Y 8 DE ABRIL 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.





## EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)

TARGET<sup>1</sup> desempeña un papel importante para promover la integración del mercado monetario de la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye además a la integración de los mercados financieros de la zona. En el cuarto trimestre de 2009, más de 4.400 entidades de crédito, así como 21 bancos centrales nacionales, usaban TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia o de sus clientes. Considerando las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a más de 50.000 entidades de crédito (y a todos sus clientes) en todo el mundo.

TARGET2 se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o EURO1), y para la liquidación de las operaciones del mercado monetario, así como las operaciones en divisas y con valores. El sistema se utiliza también para los pequeños pagos de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para efectuar otros pagos.

### FLUJOS DE PAGOS DE TARGET2

En el cuarto trimestre de 2009, TARGET2 procesó 23.484.205 operaciones, por un importe total de 137.944 mm de euros, lo que representa una media diaria de 361.295 pagos, por un importe de 2.122 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante el trimestre fue el 30 de noviembre, fecha en que se procesaron 499.073 pagos, en línea con el habitual máximo observado en el último día hábil del mes.

Con una cuota de mercado del 61% en lo que respecta al número de operaciones y del 90% en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante entre los sistemas de grandes pagos en euros. La estabilidad de la cuota de mercado de TARGET2 confirma el atractivo, para las entidades de crédito, de la liquidación en dinero de banco central, especialmente en épocas de turbulencias en los mercados.

La proporción media de pagos interbancarios fue del 41% en lo que se refiere al número de operaciones y del 93% en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario fue de 11,2 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,7 millones de euros. Por tramos de importes, el 65% de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 10% fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por un importe superior a mil millones de euros se situó en 272 operaciones.

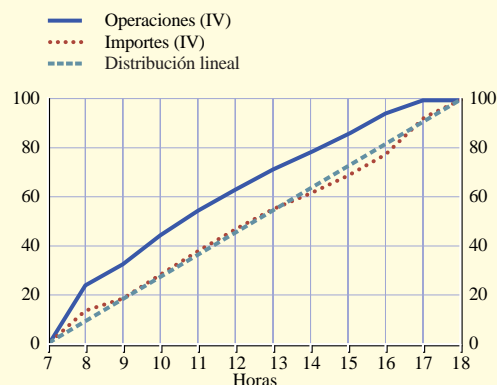
### PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET2, es decir, el porcentaje de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día. Por lo que respecta a los importes, la curva se aproxima mucho a la distribución lineal. Ello indica que el volumen de operaciones se distribuye de manera uniforme a lo largo del día y la liquidez circula de forma apropiada entre los participantes, lo que garantiza un proceso fluido de liquidación de las operaciones de TARGET2. A las 13.00 h., hora central europea, ya se ha procesado el 55% del importe total negociado en TARGET2, cifra que asciende al 92% una hora antes del cierre del sistema.

1 TARGET2 es la segunda generación de TARGET, que entró en funcionamiento en 2007.

#### Perfil intradía

(porcentajes)



En cuanto a los importes, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 71% ya procesado a las 13.00 h., hora central europea, y con el 99,7% liquidado una hora antes del cierre de TARGET2.

### DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el cuarto trimestre de 2009, TARGET2 logró una disponibilidad del 100%, lo que significa que

ninguna incidencia afectó a la disponibilidad del sistema. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET2 son las que impiden que se procesen los pagos durante diez minutos o más. Como resultado de la plena disponibilidad de TARGET2, el 99,95% de los pagos se procesó, en promedio, en menos de cinco minutos, cumpliéndose plenamente así los objetivos establecidos para el sistema.

**Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO I: número de operaciones**

(número de pagos)	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
<b>TARGET2<sup>1)</sup></b>					
Total	23.943.677	21.374.119	21.580.925	22.078.092	23.484.205
Media diaria	374.120	339.272	348.079	334.517	361.295
<b>EURO1 (EBA)</b>					
Total	15.720.705	13.962.739	14.517.507	14.650.126	15.154.195
Media diaria	245.636	221.631	234.153	221.972	233.141

1) A fin de mejorar la calidad de la información, desde enero de 2009 el SEBC viene aplicando una nueva metodología para la obtención y comunicación de datos sobre TARGET2, lo que debe tenerse en cuenta al comparar datos anteriores y posteriores a esa fecha

**Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO I: importe de las operaciones**

(mm de euros)	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
<b>TARGET2<sup>1)</sup></b>					
Total	186.661	142.761	138.208	132.263	137.944
Media diaria	2.917	2.266	2.229	2.004	2.122
<b>EURO1 (EBA)</b>					
Total	20.410	17.701	16.504	15.583	15.416
Media diaria	319	281	266	236	237

1) A fin de mejorar la calidad de la información, desde enero de 2009 el SEBC viene aplicando una nueva metodología para la obtención y comunicación de datos sobre TARGET2, lo que debe tenerse en cuenta al comparar datos anteriores y posteriores a esa fecha



## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2009

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero de 2009. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre enero y marzo de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Igualmente, desde noviembre de 2009 (a partir del documento de trabajo jurídico n.º 9), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

### INFORME ANUAL

«Informe Anual 2008», abril 2009.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
- «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
- «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
- «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.
- «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.
- «Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.
- «Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», abril 2009.
- «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
- «Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
- «Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», mayo 2009.
- «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.
- «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.
- «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.
- «Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.
- «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.
- «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.
- «Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.
- «Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.
- «Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.
- «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.
- «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», noviembre 2009.
- «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», enero 2010.
- «Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», enero 2010.

- «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», enero 2010.
- «Los mercados de *repos* de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros», febrero 2010.
- «Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», febrero 2010.
- «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada», febrero 2010.
- «Herramientas para la elaboración de las proyecciones a corto plazo de la inflación de la zona del euro», abril 2010.
- «Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero», abril 2010.
- «Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial», abril 2010.

#### STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 2003.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.
- 9 «The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations», S. E. Lambrinoc, noviembre 2009.
- 10 «Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections», P. Athanassiou, diciembre 2009.
- 11 «The role of national central banks in banking supervision in selected central and eastern European countries», M. Apinis, M. Bodzioch, E. Csongrádi, T. Filipova, Z. Foit, J. Kotkas, M. Porzycki y M. Vetrák, marzo 2010.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.
- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.
- 107 «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», S. Cheun, I. von Köppen-Mertes y B. Weller, diciembre 2009.
- 108 «Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview», K. Hubrich y T. Karlsson, marzo 2010.

**BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN**

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

«Research Bulletin», n.º 9, marzo 2010.

**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

- 1145 «An area-wide real-time database for the euro area», D. Giannone, J. Henry, M. Lalik y M. Modugno, enero 2010.
- 1146 «The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts», M. Ehrmann, S. Eijffinger y M. Fratzscher, enero 2010.
- 1147 «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», R. Iye y J. L. Peydró, enero 2010.
- 1148 «Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data», J. J. Pérez y J. Sánchez, enero 2010.
- 1149 «Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area», A. Beyer y K. Juselius, enero 2010.
- 1150 «Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area», L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen y M. Protopapa, enero 2010.
- 1151 «Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates», M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik y Alistair Dieppe, enero 2010.
- 1152 «Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis», L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, febrero 2010.
- 1153 «The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors», K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki y M. Vodopivec, febrero 2010.
- 1154 «Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach», A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2010.
- 1155 «Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate», D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2010.
- 1156 «Mortgage indebtedness and household financial distress», D. Georgarakos, A. Lojschová y M. Ward-Warmedinger, febrero 2010.
- 1157 «Real time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance», M. Marcellino y A. Musso, febrero 2010.
- 1158 «Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective», M. M. Habib, marzo 2010.
- 1159 «Wages and the risk of displacement», A. Carneiro y P. Portugal, marzo 2010.
- 1160 «The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth», G. de Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, marzo 2010.
- 1161 «Housing, consumption and monetary policy: how different are the US and the euro area?», A. Musso, S. Neri y L. Stracca, marzo 2010.
- 1162 «Inflation risks and inflation risk premia», J. A. García y T. Werner, marzo 2010.
- 1163 «Asset pricing, habit memory, and the labour market», I. Jaccard, marzo 2010.
- 1164 «Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN survey», G. Bertola, A. Dabusinskas, M. M. Hoeberichts, M. Izquierdo, C. Kwapił, J. Montornès y D. Radowski, marzo 2010.
- 1165 «The term structure of risk premia: new evidence from the financial crisis», T. Berg, marzo 2010.
- 1166 «Does monetary policy affect bank risk-taking?», Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, marzo 2010.

## OTRAS PUBLICACIONES

- «Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (solo en Internet).
- «Euro money market study 2008», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Eurosysteem oversight policy framework», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (solo en Internet).
- «European Commission's consultation on hedge funds – Eurosysteem contribution», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Expectativas del Eurosistema sobre la SEPA», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Housing finance in the euro area», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (solo en Internet).
- «EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (solo en Internet).
- «TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (solo en Internet).
- «TARGET Annual Report», mayo 2009 (solo en Internet).
- «The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.
- «Financial Stability Review», junio 2009.
- «Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (solo en Internet).
- «The international role of the euro», julio 2009.
- «Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – julio 2009», agosto 2009 (solo en internet).
- «Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (solo en Internet).
- «Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (solo en Internet).
- «The Eurosysteem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (solo en Internet).
- «Legal framework of the Eurosysteem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update», agosto 2009.
- «EU banking sector stability», agosto 2009 (solo en Internet).
- «Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (solo en Internet).
- «OCT derivatives and post-trading infrastructures», septiembre 2009 (solo en Internet).
- «Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – agosto 2009», septiembre 2009 (solo en Internet).



«Consultation of the European Commission on ‘Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets’: Eurosystem contribution», septiembre 2009 (solo en Internet).

«ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre 2009 (solo en Internet).

«The euro at ten – lessons and challenges», Fifth ECB Central Banking Conference volume, septiembre 2009.

«Euro money market survey», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – septiembre 2009», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB’s considerations on issuing a €30 banknote», octubre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – octubre 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Eurosystem oversight report 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – noviembre 2009», diciembre 2009 (solo en Internet).

«New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2009.

«Retail payments – integration and innovation», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Recent advances in modelling systemic risk using network analysis», enero 2010 (solo en Internet).

«Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future ‘EU 2020’ strategy», enero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalia entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosistema», enero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», febrero 2010 (solo en Internet).

«The ‘Centralised Securities Database’ in brief», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – enero 2010», febrero 2010 (solo en Internet).

«Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation», febrero 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009», febrero 2010 (solo en Internet).

«MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP», febrero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece», febrero 2010 (solo en Internet).

«ECB-Eurostat workshop on pensions», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – febrero 2010», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Diogo Feio, Member of the European Parliament, regarding the economic situation in Portugal», marzo 2010 (solo en Internet).

«Strengthening macro and micro-prudential supervision in EU candidates and potential candidates», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr. Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», marzo 2010 (solo en Internet).

«Government finance statistics guide», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, regarding credit rating agencies», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.

«La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA): un mercado de pequeños pagos integrado», julio 2009.

«T2S – settling without borders», enero 2010.



## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos exteriores netos de las IFM:** Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Comercio exterior de bienes:** Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta financiera:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

**Desinflación:** Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

**Deuda (Administraciones Públicas):** Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB):** Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al

menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operaciones de financiación a plazo más largo:** Operaciones de crédito con vencimiento superior a una semana realizadas por el Eurosistema en forma de operaciones temporales. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

**Operación principal de financiación:** Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Otras inversiones:** Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona

del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** Total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.



**Saneamiento total:** Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Subasta a tipo de interés fijo:** Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica el tipo de interés y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán.

**Subasta a tipo de interés variable:** Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indicado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo mínimo de puja:** Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

**Vacantes:** Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** Tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** Representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.