



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL  
AGOSTO**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

**08 | 2009**

09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA



## **BOLETÍN MENSUAL AGOSTO 2009**

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

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

© Banco Central Europeo, 2009

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 13446000

**Télex**

411 144 ecb d

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

*Todos los derechos reservados. Se 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 5 de agosto de 2009.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



# ÍNDICE

## EDITORIAL

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

### Recuadros

1 Diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y Estados Unidos	18
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2009	24
3 Impacto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año	37
4 Cuentas integradas de la zona del euro hasta el primer trimestre del 2009	46
5 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al tercer trimestre del 2009	56
6 Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro	62
7 Desestacionalización de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro en la recesión actual	67

### ARTÍCULOS

Financiación de la vivienda en la zona del euro	81
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	97

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
------------------------------------	----

### 9 ANEXOS

9 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
51 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2008	V
Glosario	XIII

74

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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





## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de agosto de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 2 de julio de 2009 han confirmado la valoración de que el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado.

Como se había previsto, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC alcanzó en julio niveles más negativos, debido principalmente a efectos de carácter temporal. El Consejo de Gobierno sigue previendo que, tras el retorno de la inflación a niveles positivos durante el segundo semestre del año, la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los resultados de las encuestas recientes siguen indicando que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque resulta claro que el ritmo de la contracción está ralentizándose. Esta valoración tiene en cuenta efectos retardados adversos, como un mayor deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se espera una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Los resultados del análisis monetario confirman la existencia de presiones inflacionistas reducidas, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente bajas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo y seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Los datos y los resultados de las encuestas disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 2 de julio de 2009 han confirmado, en

general, las expectativas anteriores. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, cada vez hay más indicaciones de que la recesión mundial está tocando fondo. Por lo que se refiere a la zona del euro, aun cuando las encuestas recientes sugieren una clara ralentización del ritmo de contracción, se prevé que la actividad económica continúe siendo débil durante el resto del 2009. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se prevé una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas. El considerable estímulo derivado de las medidas adoptadas en las principales zonas económicas debería favorecer el crecimiento mundial, incluido el de la zona del euro.

En opinión del Consejo de Gobierno, la incertidumbre sigue siendo elevada y es muy probable que los nuevos datos sigan mostrando una cierta volatilidad. En conjunto, los riesgos para estas perspectivas se mantienen equilibrados. Por el lado positivo, los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas podrían ser mayores de lo esperado. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por el lado negativo, sigue existiendo preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y de que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas y una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable de lo esperado; por último, también podría producirse una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en julio en el  $-0,6\%$ , frente al  $-0,1\%$  registrado en junio. El Consejo de Gobierno había previsto este nuevo descenso de la inflación interanual, que refleja principalmente efectos de base resultantes de los valores máximos que los precios mundiales de las materias primas registraron hace un año.

En cuanto al futuro, se estima que las tasas de inflación interanual se mantendrán temporalmente en niveles negativos como consecuencia de dichos efectos de base y que volverán a situarse en valores positivos en los últimos meses del año. Sin embargo, dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. En consonancia con las previsiones y proyecciones disponibles, a más largo plazo se espera que la inflación permanezca en niveles positivos y que la evolución de precios y costes continúe siendo muy moderada como reflejo de la atonía actual de la demanda en la zona del euro y en otros países. A este respecto, los indicadores de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a las perspectivas de actividad económica y a un incremento de los precios de las materias primas mayor de lo previsto. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser más intensas de lo esperado actualmente debido a la necesidad de saneamiento presupuestario en los próximos años.

En lo que se refiere al análisis monetario, los últimos datos confirman que continúa la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios y crediticios. Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado registradas en junio, 3,5% y 1,5% respectivamente, son los niveles más bajos desde el inicio de la tercera fase de la UEM. Estos datos apoyan la valoración de que se ha producido un descenso del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas.

El descenso del ritmo de la expansión monetaria desde el último trimestre del 2008 sigue estando acompañado por la volatilidad de la evolución a corto plazo de M3 y de sus componentes. Ello se debe en gran medida al impacto que las variacio-

nes absolutas y relativas de los tipos de interés han tenido en la distribución de fondos entre productos financieros dentro y fuera de M3 y entre los distintos tipos de depósitos incluidos en M3. A este respecto, el desplazamiento de fondos desde depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día incluidos en M3 se ha traducido en un incremento significativo del crecimiento interanual de M1 registrado en junio.

El flujo de préstamos a las sociedades no financieras siguió siendo muy moderado en junio aunque con diferencias entre los distintos sectores de prestatarios. El flujo de préstamos al sector privado no financiero resultó sustancialmente más negativo debido a la acusada contracción del crédito a corto plazo. Al mismo tiempo, el flujo de los préstamos a los hogares fue ligeramente más positivo que en el mes anterior. El actual clima de incertidumbre parece haber hecho descender la demanda de financiación por parte de los prestatarios. No obstante, de acuerdo con la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, el endurecimiento por parte de los prestamistas de las condiciones para la concesión de préstamos se ha reducido significativamente. Considerando los retos que se avecinan, las entidades de crédito deberían adoptar medidas apropiadas para seguir reforzando sus bases de capital y, cuando resulte necesario, aprovechar plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar al sector financiero, especialmente en lo que se refiere a su recapitalización.

En síntesis, la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 2 de julio de 2009 confirman la valoración de que el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Como se había previsto, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC descendió en julio nuevamente a tasas más negativas, debido principalmente a efectos de carácter temporal. El Consejo de Gobierno sigue previendo que, tras el retorno de la inflación a niveles positivos durante el segundo semestre del año, la evolución de los precios siga siendo muy moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos publicados y los

resultados de las encuestas recientes siguen indicando que es probable que la actividad económica se mantenga débil durante el resto del 2009, aunque resulta claro que el ritmo de la contracción está ralentizándose. Esta valoración tiene en cuenta efectos retardados adversos, como un mayor deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Respecto al 2010, tras una fase de estabilización, se espera una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestral positivas. Los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo continúan firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen desacelerándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que el episodio actual de tasas de inflación extremadamente reducidas o negativas será breve y que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, y seguirá respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las medidas de política monetaria, los efectos plenos de la actuación del Consejo de Gobierno deberían notarse en la economía de forma progresiva. En consecuencia, mediante todas las medidas adoptadas, incluido el programa de adquisiciones de bonos garantizados, la política monetaria seguirá prestando un apoyo continuado a hogares y empresas. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, se reviertan rápidamente las medidas adoptadas y se absorba la abundante liquidez proporcionada, a fin de contrarrestar cualquier riesgo para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo de manera efectiva y en el momento oportuno. El Consejo de Gobierno continuará garantizando un firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. Por tanto, el Consejo de

Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta a la política fiscal, el Consejo de Gobierno acoge con satisfacción la opinión manifestada por el Eurogrupo de que, dadas las actuales perspectivas económicas y la evolución prevista del déficit y de la deuda, no están justificadas nuevas medidas de estímulo fiscal. Los planes presupuestarios para el 2010, que están siendo ultimados en diversos países, así como las estrategias de saneamiento a medio plazo, han de incorporar el compromiso con una rápida recuperación de la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas. En consecuencia, los Gobiernos han de elaborar y comunicar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El proceso de ajuste estructural debería comenzar en cualquier caso, a más tardar, con el inicio de la recuperación económica y los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011. Los esfuerzos de consolidación estructural deberán superar significativamente la referencia del 0,5% del PIB anual establecida en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En los países con un alto nivel de déficit o de ratio de deuda, el ajuste estructural anual habrá de ser como mínimo del 1% del PIB. Teniendo en cuenta los riesgos de un descenso del crecimiento del producto potencial de la zona del euro durante un período prolongado, los Gobiernos deberían ajustar el gasto público de acuerdo con las nuevas condiciones macroeconómicas y revertir los acusados incrementos de las ratios de gasto público tan pronto como sea posible. Esto resulta también necesario a fin de prever cargas presupuestarias futuras derivadas del envejecimiento de la población.

En lo que concierne a las políticas estructurales, es necesario intensificar los esfuerzos dirigidos a respaldar el crecimiento potencial de la zona del euro mediante reformas estructurales. La adopción de sistemas adecuados para la fijación de los salarios y la flexibilidad requerida para reincorporar a los desempleados en el mercado laboral son elementos clave para evitar que la crisis tenga un



efecto negativo duradero en los mercados laborales. Por tanto, es esencial crear los incentivos apropiados para el trabajo. Asimismo, las medidas orientadas a acelerar las reestructuraciones y la inversión, acordes con el principio de economía de mercado abierta y libre competencia, crearán las oportunidades empresariales y las mejoras de productividad necesarias para favorecer una recuperación sostenida.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primer artículo presenta un resumen de la evolución de la financiación de la vivienda desde 1999. El segundo artículo analiza los factores que inciden en el proceso de determinación de los tipos de interés bancarios y evalúa el impacto de las recientes tensiones en los mercados financieros sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, los indicadores mundiales sugieren cada vez más que la actual recesión está tocando fondo, gracias a las sólidas medidas de estímulo adoptadas a escala mundial y a la mejora de las condiciones de financiación en segmentos clave del mercado. Al mismo tiempo, la debilidad que todavía muestra la economía mundial y los negativos efectos de base derivados de los incrementos de los precios de las materias primas durante el pasado año han seguido presionando a la baja sobre las tasas de inflación general. De cara al futuro, cada vez es mayor la probabilidad de que vuelvan a registrarse tasas de crecimiento económico positivas más adelante en este mismo año.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, los indicadores mundiales sugieren cada vez más que la actual recesión está tocando fondo, gracias a las sólidas medidas de estímulo adoptadas a escala mundial y a la mejora de las condiciones de financiación en segmentos clave del mercado. Aunque el Índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) sólo aumentó ligeramente en julio, manteniéndose por debajo del umbral que separa la expansión de la contracción, se situó en el nivel más alto observado desde agosto del 2008. En el sector manufacturero, el PMI ha aumentado a lo largo de los dos últimos meses hasta situarse por encima del umbral de 50, de lo que se deduce que las empresas han comenzado a acelerar de nuevo la actividad. Sin embargo, en el sector servicios, las empresas continúan reduciendo la actividad.

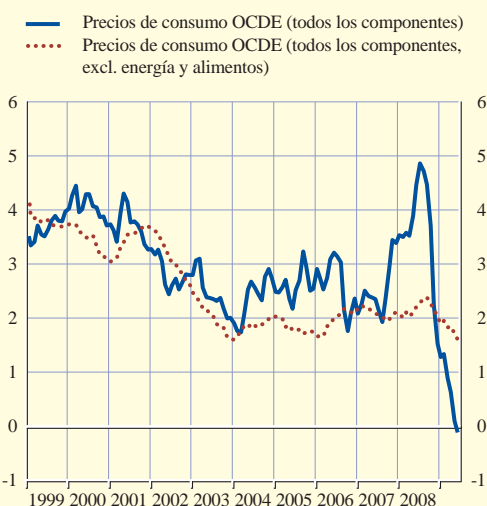
La debilidad que todavía muestra la economía mundial y los negativos efectos de base derivados de los incrementos de los precios de las materias primas durante el pasado año han seguido presionando a la baja sobre las tasas de inflación general en los últimos meses. En los países de la OCDE, la inflación, medida por el IPC, se redujo en el año transcurrido hasta junio, registrando tasas negativas por vez primera y situándose en un valor de  $-0,1\%$ , frente al  $0,1\%$  observado en el mes anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del  $1,7\%$  en junio, es decir, ligeramente más baja que en el mes anterior. En julio, el Índice general de precios de los consumos intermedios para todos los sectores siguió cayendo, principalmente como consecuencia del descenso de los costes en el sector servicios.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el ritmo de desaceleración de la actividad económica se está moderando. Según las estimaciones preliminares de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real experimentó una contracción relativamente ligera, del  $1\%$  en tasa anualizada, en el segundo trimestre del 2009, tras una caída sustancial del  $6,4\%$  en el primer trimestre. La inversión y las exportaciones siguieron siendo un lastre para la economía en el segundo trimestre del 2009. La desaceleración del consumo también afectó a la actividad económica agregada. No obstante, la caída del PIB real fue, en comparación, moderada, ya que el aumento del gasto público estimuló la demanda y se debilitaron las importaciones.

Gráfico I Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC se adentró aún más en territorio negativo, hasta el -1,4% en junio del 2009, desde el -1,3% de mayo. El descenso fue motivado, en gran medida, por la caída de los precios de la energía. Por su parte, la tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se redujo hasta el 1,7% en junio, desde el 1,8% de mayo. De cara al futuro, los negativos efectos de base de los precios de la energía irán desapareciendo progresivamente en los próximos meses y, en última instancia, se tornarán positivos. No obstante, la atonía económica debería limitar la presión alcista sobre los precios.

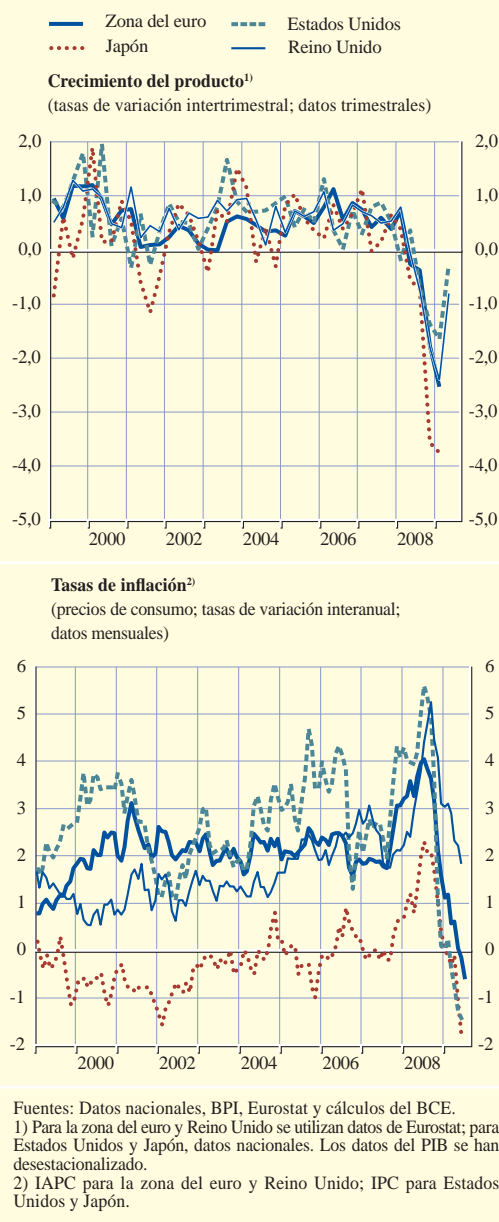
Según las proyecciones realizadas por lo miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (publicadas con las actas de la reunión que celebró el Comité los días 23 y 24 de junio de 2009) se prevé que el producto experimente una lenta expansión durante el resto del año. La tendencia central de las proyecciones respecto al crecimiento del PIB real (medido en tasas de crecimiento interanual del cuarto trimestre) se sitúa dentro de un intervalo de -1,5% a -1,0% para el 2009, lo que representa una ligera revisión al alza con respecto a las proyecciones de abril. Se espera que la recuperación sea gradual en el 2010, situándose la tendencia central de las proyecciones de crecimiento interanual del PIB entre un 2,1% y un 3,3% en el cuarto trimestre.

## JAPÓN

Tras la fuerte contracción de la actividad económica registrada en los trimestres anteriores, se observan ahora algunas señales de estabilización. Después de la contracción récord del 3,8%, en tasa intertrimestral, que experimentó el PIB real en el primer trimestre del 2009, la situación económica parece haber mejorado ligeramente. La encuesta Tankan del Banco de Japón, correspondiente al segundo trimestre, indica que el clima empresarial ha mejorado sensiblemente entre las grandes empresas manufactureras con respecto al mínimo registrado en el trimestre anterior. El índice correspondiente a las grandes empresas de otros sectores también mostró su primera mejora en los dos últimos años y medio. Además, algunos indicadores disponibles con mayor frecuencia, como la producción industrial y el gasto en consumo real, presentan alguna evidencia de mejora.

En Japón, la inflación interanual total, medida por el IPC, volvió a adentrarse de forma significativa en territorio negativo, bajando hasta el -1,8% en junio desde el -1,1% de mayo. Este descenso refleja

**Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas**



efectos de base relacionados con la evolución de los costes de la energía y un aumento de la capacidad no utilizada. La inflación medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, también se redujo hasta el  $-0,7\%$ , en tasa interanual, en junio, desde el  $-0,5\%$  de mayo.

El 15 de julio, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al  $0,1\%$ , el objetivo de los préstamos a un día sin garantía.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido se han producido un nuevo descenso del crecimiento del PIB real y una moderación de la inflación en los últimos trimestres. El PIB real se redujo un  $2,4\%$ , en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009 (cifra revisada a la baja con respecto a la estimación preliminar del  $1,9\%$ ). Este descenso se distribuyó de forma generalizada entre todos los componentes del gasto. Según las estimaciones preliminares, en el segundo trimestre del 2009, el PIB real se redujo un  $0,8\%$  en tasa intertrimestral. De cara al futuro, se prevé un nuevo retroceso, aunque a un ritmo más lento, ya que la caída del empleo y de la riqueza inmobiliaria y financiera, y las restrictivas condiciones en materia de concesión de créditos seguirán afectando, probablemente, al gasto en consumo en el corto plazo. Los datos de las encuestas recientes apuntan a una posible estabilización de la actividad hacia finales del 2009. Tras un ligero incremento a comienzos de este año, la inflación interanual, medida por el IAPC, ha comenzado a reducirse de nuevo, situándose en el  $1,8\%$  en junio del 2009, frente al  $2,2\%$  registrado en mayo. Los precios de la vivienda están bajando desde el inicio de la crisis financiera a mediados del 2007, pero el ritmo subyacente de ese descenso se ha moderado recientemente. En junio del 2009, la variación interanual del Índice Halifax de precios de la vivienda fue del  $-0,15\%$ , frente al  $-16,3\%$  de mayo. De cara al futuro, se prevé un nuevo descenso de la inflación, que, a corto plazo, se mantendrá por debajo del objetivo del  $2\%$ . Entre el 5 de marzo y el 30 de julio de 2009, el Banco de Inglaterra compró activos por importe de 125 mm de libras esterlinas en el marco del Servicio de Adquisición de Activos, de los cuales 122 mm correspondieron a deuda pública. El 6 de agosto, el Comité de Política Monetaria anunció su decisión de mantener el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito en el  $0,5\%$ . El Comité votó, además, a favor de aumentar la magnitud de su programa de adquisición de activos en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 175 mm de libras esterlinas.

### OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países europeos de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la debilidad de la actividad económica en los últimos trimestres ha venido acompañada de un descenso de la inflación. En Suecia, el PIB real se contrajo un  $0,9\%$ , en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. En el segundo trimestre, no experimentó variación con respecto al trimestre anterior (en cifras desestacionalizadas y ajustadas por días laborables). La tasa de descenso de la mayoría de los componentes del PIB se está reduciendo de forma acusada. En Dinamarca, el producto se contrajo un  $1,1\%$  en el primer trimestre en un contexto de debilidad de la demanda externa, condiciones de financiación más restrictivas y caída del consumo privado. En los últimos meses, la inflación, medida por el IAPC, se ha reducido hasta niveles bastante bajos en ambos países. En junio, bajó hasta el  $1,6\%$  en Suecia y hasta el  $0,9\%$  en Dinamarca. El 2 de julio de 2009, el Sveriges Riksbank decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el  $0,25\%$ .

Los Estados miembros más grandes de la UE de Europa central y oriental, con la excepción de Polonia, registraron una caída del PIB real en el primer trimestre del 2009. El crecimiento del PIB real se contrajo, en tasas intertrimestrales, un  $2,5\%$  en Hungría, un  $3,4\%$  en la República Checa y un  $4,6\%$  en Rumanía. La actividad económica resistió mejor en Polonia, que siguió registrando una tasa de crecimiento intertrimestral positiva del  $0,4\%$  en el primer trimestre del 2009, debido al hecho de que la demanda interna continuó siendo sólida en comparación con otros países de la región. Los indicadores de corto plazo apuntan a que

se mantendrá la debilidad de la actividad económica en estos países. En junio del 2009, las tasas de inflación, medidas por el IAPC, se redujeron hasta el 0,8% y el 3,7% en la República Checa y Hungría, respectivamente, y se mantuvieron estables en el 4,2% y el 5,9% en Polonia y Rumanía, respectivamente. El 27 de julio de 2009, el Magyar Nemzeti Bank decidió recortar su principal tipo de interés oficial en 100 puntos básicos, hasta el 8,5%.

### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

Los últimos datos publicados indican que la mayoría de las economías emergentes de Asia comenzaron a recuperarse en el segundo trimestre del 2009. Tras la acusada caída del comercio exterior durante el último trimestre del 2008 y el primero del 2009, los datos recientes sugieren que el comercio ha experimentado variaciones intermensuales positivas en varios países. Los indicadores provisionales muestran que la demanda interna también ha repuntado, impulsada en gran medida por las políticas macroeconómicas expansivas. No obstante, los efectos negativos retardados de la crisis financiera mundial, como el aumento del desempleo, todavía están frenando el consumo interno privado. La inflación, medida por los precios de consumo, ha seguido descendiendo e incluso ha registrado cifras negativas en varios países.

En China, el crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta el 7,9% en el segundo trimestre del 2009, desde el 6,1% registrado en el primer trimestre. La demanda externa siguió siendo relativamente débil, mientras que la mayor parte del crecimiento del PIB tuvo su origen en un aumento muy rápido de la inversión. En los seis primeros meses del año, la inversión en activos fijos en las zonas urbanas se incrementó un 34% en tasa interanual, debido principalmente al aumento de la inversión pública en infraestructura. El crecimiento del consumo ha seguido siendo relativamente robusto y los datos más recientes muestran que la situación también está mejorando en el sector inmobiliario. Si bien el rápido crecimiento de la inversión ha estimulado la demanda de materias primas y otros productos básicos de importación, las exportaciones parecen haberse estabilizado en un nivel bajo. Por consiguiente, el superávit comercial se redujo significativamente en el segundo trimestre del 2009, aunque se mantuvo, no obstante en 8,2 mm de dólares estadounidenses en junio. En el mismo mes, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el -1,7%, frente al -1,4% registrado en mayo.

### **AMÉRICA LATINA**

En América Latina, la actividad económica ha dado ya las primeras señales de recuperación, aunque partiendo de un nivel bajo, mientras que las presiones inflacionistas están remitiendo gradualmente. En Brasil, la producción industrial cayó un 10,9%, en tasa interanual, en junio, tras el retroceso del 11,2% registrado en mayo. En junio, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 4,9%, frente al 5,4% del mes anterior. Como respuesta a la persistente debilidad de la actividad económica, el Banco Central de Brasil redujo su principal tipo de interés en 50 puntos básicos, hasta el 8,75%, el 23 de julio. En Argentina, la producción industrial descendió en mayo un 1,7% en tasa interanual. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, siguió bajando hasta situarse en el 5,3% en junio. Por último, la actividad económica experimentó un nuevo debilitamiento en México, con una caída de la producción industrial en junio del 10,6%, en tasa interanual, tras la caída del 8,8% registrado en mayo. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas, situándose la inflación general en el 5,7% en junio. El 17 de julio, el Banco de México recortó su tipo de interés a un día en 25 puntos básicos, hasta el 4,5%.

## **I.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS**

En julio, los precios del petróleo fluctuaron entre 60 y 70 dólares estadounidenses el barril. Los precios del Brent se situaban, el 5 de agosto, en 73,4 dólares el barril, un 86% por encima del nivel registrado a



comienzos del 2009 (en euros, el incremento fue de alrededor del 80%). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más elevados a medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre del 2011 en torno a 84 dólares estadounidenses.

La escalada que impulsó los precios hasta 70 dólares el barril en junio tuvo su origen en unas expectativas más optimistas con respecto a la economía mundial y a las consiguientes perspectivas de la demanda de crudo. Al hacerse patente que las variables fundamentales no sustentaban ese optimismo —con unas existencias de la OCDE todavía abundantes y sin señales de un sólido repunte de la demanda en las economías emergentes— a primeros de julio se produjo una corrección a la baja de los precios. Sin embargo, a finales de julio y principios de agosto, los precios subieron de nuevo, principalmente, como consecuencia de algunos indicios respecto a un aumento de la demanda proveniente de China.

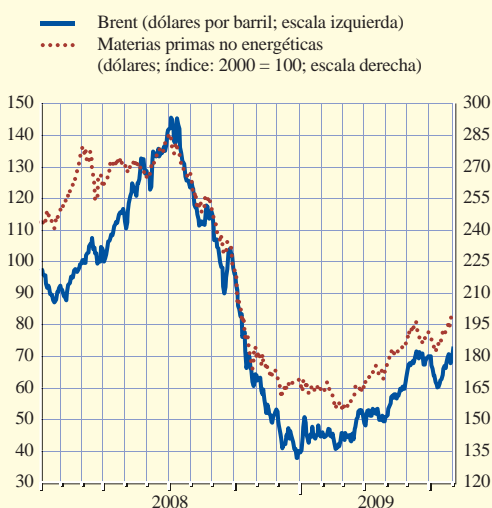
Los precios de las materias primas no energéticas se han moderado ligeramente en los últimos meses. La escalada de los precios de los metales observada en este período ya se ha frenado, pero las variables fundamentales siguen propiciando futuros incrementos. Los precios de las materias primas alimenticias, en particular la soja y el maíz, descendieron tras la escalada observada en junio, debido a una desacumulación de existencias por parte de las autoridades chinas. Por el contrario, los precios del azúcar registraron fuerte incrementos como consecuencia de la preocupación suscitada por los efectos de las condiciones meteorológicas sobre las cosechas en India. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, en julio, aproximadamente un 19% por encima del nivel observado a principios del año.

### I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Tras una caída sin precedentes a comienzos del año, últimamente se han observado algunas señales de estabilización del comercio mundial. De cara al futuro, si bien la incertidumbre sigue siendo elevada, se aprecian cada vez más indicios de que la recesión mundial está tocando fondo. Los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE correspondientes a mayo del 2009 muestran señales tangibles de mejora en la mayoría de los países, tanto de la OCDE como de los que no pertenecen a esta organización. En conjunto, las señales más visibles de una mejora de la actividad económica se han observado en las economías emergentes, pero también se aprecian señales cada vez más evidentes de que ya se ha tocado fondo en algunas de las principales economías industrializadas.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, los riesgos para la actividad mundial siguen estando equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como

Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas

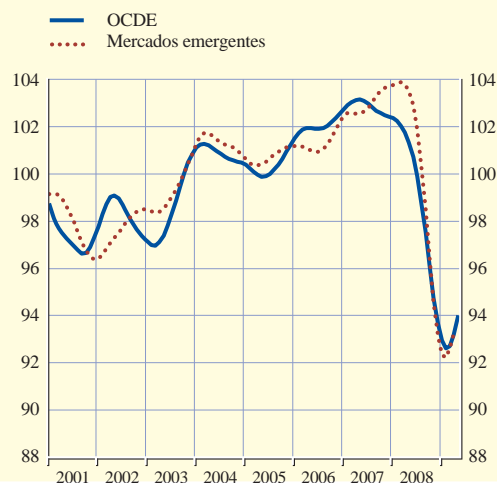


Fuentes: Bloomberg y HWWI.

consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez de lo que se prevé actualmente. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía y las turbulencias de los mercados financieros pudiera tener mayor intensidad y duración de lo esperado y que se produzcan nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, una intensificación de las presiones proteccionistas, una evolución de los mercados de trabajo más desfavorable y, por último, una evolución adversa de la economía mundial como consecuencia de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

**Gráfico 4 Indicador sintético adelantado de la OCDE**

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de junio confirman que el crecimiento de M3 y de los préstamos está experimentando una desaceleración, lo que apunta a un descenso de la tasa de crecimiento monetario subyacente. El flujo de préstamos al sector privado no financiero siguió siendo moderado, especialmente en lo que respecta al crédito a corto plazo a las sociedades no financieras. La contención del crédito a este último sector y a los hogares se debe, en gran parte, al elevado grado de incertidumbre que subsiste en torno a las perspectivas de la actividad económica, de renta y del mercado de la vivienda. El ajuste a la baja de las tenencias totales de activos de las IFM perdió impulso en junio, observándose, en particular, aumentos de los activos exteriores tras cuatro meses de flujos negativos.

#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

El crecimiento monetario continuó desacelerándose en junio, mes en que la tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,5%, frente al 3,7% de mayo (véase gráfico 5). La tasa de crecimiento intermensual fue del 0,2% en junio (frente al -0,5% de mayo y el 0,8% de abril), continuando con ello la pauta de alternar tasas negativas y positivas observada desde finales del 2008. Si la evolución se considera más allá de la volatilidad de las tasas de crecimiento a corto plazo, se confirma que el ritmo de expansión monetaria es considerablemente más lento que en el período anterior a la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

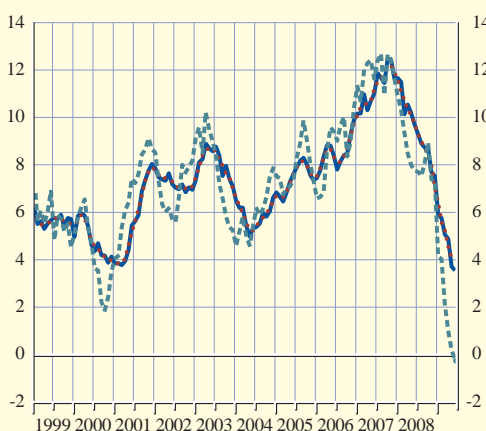
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también continuó disminuyendo en junio. El flujo mensual fue considerablemente positivo, si bien, una vez más, esta dinámica estuvo asociada, principalmente, a la evolución de los préstamos otorgados a los intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones. En cambio, los préstamos al sector privado no financiero se mantuvieron en niveles moderados, debido, en gran parte, al hecho de que subsiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de la actividad económica, de renta y del mercado de la vivienda. Estos factores contienen la demanda de préstamos e influyen en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios.

Por lo que se refiere a la financiación de las entidades de crédito, los datos de las IFM de junio indican que aunque se registraron algunas ventas netas de valores distintos de acciones a largo plazo a instituciones distintas de IFM, se volvieron a producir considerables ventas netas de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. En conjunto, la emisión neta de valores distintos de acciones de las IFM fue negativa, una evolución que oculta cierta actividad en la emisión bruta de bonos garantizados por avales públicos e incluso más ventas de bonos no garantizados. En cuanto a los depósitos, se registraron entradas procedentes del sector tenedor de dinero y del resto del mundo. El descenso de las tenencias totales de activos del sector bancario perdió impulso en junio, después de cuatro meses en los que se registraron salidas, ya que las IFM reanudaron su acumulación de activos frente al resto del

Gráfico 5 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.

mundo e incrementaron los préstamos a los residentes en la zona del euro (particularmente mediante la adquisición de valores).

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La disminución de la tasa de crecimiento interanual de M3 observada en junio estuvo determinada por el descenso de la contribución de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 – M1). No obstante, esta disminución quedó compensada, en parte, por el aumento de la contribución total de M1 (esto es, efectivo en circulación y depósitos a la vista).

La tasa de crecimiento interanual de M1 retomó la senda de fortalecimiento observada desde el tercer trimestre del 2008 y aumentó hasta el 9,3% en junio, frente al 7,9% de mayo (véase cuadro 1). Este incremento se debió fundamentalmente a las elevadas entradas mensuales registradas en los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó de nuevo y se situó en el 0,4% en junio, frente al 2,1% de mayo. La evolución de los subcomponentes de esta categoría de depósitos continuó siendo divergente: aunque la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, los depósitos de ahorro a corto plazo) volvió a aumentar en junio, este incremento se vio sobradamente compensado por el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, los depósitos a corto plazo), que volvió a caer sustancialmente, hasta el –6,1%, desde el –2,7% de mayo.

Consideraciones relacionadas con la remuneración parecen haber seguido siendo el principal factor determinante de la evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo. Los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM para el período transcurrido hasta mayo indican que la remuneración de los depósitos a corto plazo continuó disminuyendo en relación con la de los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. Esta evolución explica las salidas observadas en los depósitos a corto plazo y la relativa

**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					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 May	2009 Jun
<b>M1</b>	<b>45,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>9,3</b>
Efectivo en circulación	7,8	7,5	12,4	13,6	13,2	13,1	12,8
Depósitos a la vista	37,2	-0,6	0,8	3,6	6,9	6,8	8,6
<b>M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)</b>	<b>41,4</b>	<b>19,1</b>	<b>15,8</b>	<b>9,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>
Depósitos a plazo hasta dos años	23,4	37,6	29,0	12,9	-0,8	-2,7	-6,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,0	-1,7	-0,5	4,5	8,6	9,4	10,3
<b>M2</b>	<b>86,4</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>
<b>M3 - M2 (= instrumentos negociables)</b>	<b>13,6</b>	<b>8,9</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,0</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		0,6	1,7	5,6	8,4	8,2	10,8
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,1	2,9	2,3	1,5	1,4	2,5
Crédito al sector privado		10,9	8,6	6,0	3,5	3,1	3,0
Préstamos al sector privado		9,1	7,4	4,6	2,2	1,8	1,5
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		10,1	8,5	6,1	3,6	3,3	2,8
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>

Fuente: BCE.

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

capacidad de resistencia de los flujos hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. También puede haberse producido un aumento de los fondos asignados a activos financieros que no están incluidos en M3, ya que la remuneración de los depósitos a corto plazo y de los instrumentos negociables descendió de nuevo con respecto a la de activos a más largo plazo disponibles.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó de nuevo y se situó en el -4% en junio, frente al -3,7% de mayo. En cuanto a los subcomponentes de estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales registró un acusado incremento, mientras que la de las participaciones en fondos del mercado monetario prácticamente no se modificó y continuó siendo positiva. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, los valores distintos de acciones hasta dos años) de las IFM por parte de los sectores tenedores de dinero se tornó mas negativa y fue del -33,6% en junio, debido a que, ese mes, los citados sectores redujeron sus tenencias de este tipo de valores, observándose reducciones similares en las tenencias de no residentes y de las propias IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituye el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, apenas se modificó en junio y fue del 4,4%. Este crecimiento interanual se debió casi en su totalidad a los hogares, si bien su contribución ha disminuido gradualmente en los últimos meses. En cambio, la contribución de las sociedades no financieras se ha mantenido prácticamente estable, tras registrar un descenso relativamente acusado hasta situarse en torno a cero a principios de año. Por primera vez desde diciembre del 2004, en junio se observaron salidas mensuales reducidas en los depósitos de M3 mantenidos por los hogares. Esta evolución refleja los bajos niveles de remuneración de estos depósitos en relación con la de otras modalidades de inversión financiera o la amortización de deuda. Al mismo tiempo, tanto las sociedades no financieras como los intermediarios financieros no monetarios incrementaron sus tenencias de depósitos de M3 en junio.

### 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 aumentó hasta el 4,2% en junio, desde el 3,9% de mayo (véase cuadro 1), como resultado del incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (que se situó en el 10,8% en junio, frente al 8,2% de mayo), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado prácticamente no se modificó y fue del 3%. En ambos casos, en junio se registraron flujos mensuales muy elevados relacionados con las adquisiciones de valores distintos de acciones de los sectores público y privado por parte de las IFM.

En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al sector privado, volvió a descender y se situó en el 1,5% en junio, frente al 1,8% del mes precedente. El flujo mensual fue positivo, pero ello se debió principalmente al fuerte endeudamiento a corto plazo de los intermediarios financieros no monetarios, como se ha indicado anteriormente.

Tras un período, a finales del 2008, de numerosas operaciones de titulización fuera de balance, en el que entidades de crédito originadoras de préstamos los vendieron, al tiempo que adquirieron los valores emitidos para ser utilizados como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, este tipo de actividad se ha moderado en los últimos meses. Aunque el efecto distorsionador que la eliminación de préstamos del balance, en el contexto de las titulizaciones, tiene sobre los préstamos al sector privado fue, por tanto, relativamente reducido en términos intermensuales, aún prevalece en las tasas de crecimiento interanual (situándose en junio la diferencia entre la serie anual corregida y sin corregir en 1,3 puntos porcentuales, algo más baja que en el mes precedente). El papel desempeñado por las actividades de titulización en la financiación del crédito otorgado por las entidades de crédito ha sido más limitado en la zona del euro que en Estados Unidos (véase recuadro 1).



## DIFERENCIAS INSTITUCIONALES ENTRE LOS MERCADOS HIPOTECARIOS DE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Existen varias diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y Estados Unidos, incluidas las relativas a las características y a las estructuras de financiación de las hipotecas. Esas diferencias podrían contribuir a explicar las divergencias en el endeudamiento de los hogares y la importancia de la titulización. En este contexto, se estudia a continuación el papel que desempeñan las agencias de financiación hipotecaria en la financiación de las hipotecas en Estados Unidos comparándolo con las prácticas de financiación de la zona del euro. También se analizan las diferencias en los procedimientos de ejecución hipotecaria, que podrían influir en el comportamiento de los hogares con respecto a su endeudamiento<sup>1</sup>.

### Función del respaldo público en la financiación de las hipotecas en Estados Unidos en comparación con la zona del euro

Una característica específica del mercado hipotecario estadounidense es la función clave que desempeñan las agencias de financiación hipotecaria, que tiene su origen en la Gran Depresión, cuando se creó un organismo estatal denominado Asociación Hipotecaria Nacional Federal (FNMA, en sus siglas en inglés). Posteriormente, en 1968, este organismo fue privatizado y pasó a denominarse Fannie Mae. Además, en 1968 se fundó una segunda agencia privada de financiación hipotecaria que opera en el mercado hipotecario estadounidense: la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios (o Freddie Mac). Ambas agencias adquirieron el papel crucial que desempeñan actualmente tras la crisis de las entidades de ahorro y préstamo (S&L, en sus siglas en inglés) de la década de los ochenta, que dio lugar a una serie de cambios estructurales muy importantes en los mercados hipotecarios de Estados Unidos. Hasta finales de la década de los setenta, las entidades de ahorro y préstamo financiaban préstamos hipotecarios a largo plazo y tipo de interés fijo basados, principalmente, en depósitos a corto plazo en un entorno de estabilidad de los tipos de cambio. No obstante, la subida de los tipos de interés nominales como consecuencia de la inflación, combinada con la imposición de topes a los tipos de interés de los depósitos, dio lugar a retiradas de fondos por parte de los clientes, que invirtieron sus ahorros en activos que les permitieran obtener una mayor rentabilidad (desintermediación). Como resultado, las entidades de ahorro y préstamo experimentaron una escasez de capital que se agravó aún más en la década de los ochenta como consecuencia de las arriesgadas inversiones que realizaron dichas entidades tras su desregulación. La eliminación de los préstamos hipotecarios del balance de las entidades de ahorro y préstamo mediante su venta a las dos agencias de financiación hipotecaria, les permitió conceder nuevos préstamos hipotecarios, a pesar de que los ratios depósitos/préstamos eran más bajas que en el pasado. Además, tras vender un préstamo hipotecario a tipo de interés fijo (la modalidad que, en general, prefieren los estadounidenses a la hora de comprar una vivienda), las entidades de ahorro y préstamo ya no asumen el riesgo de una subida de los tipos de interés.

Como consecuencia de estos acontecimientos históricos, en Estados Unidos, los bancos hipotecarios suelen vender las hipotecas a tipo de interés fijo a las agencias de financiación hipotecaria, siempre

1 La evidencia que se presenta en este recuadro se basa, principalmente, en R. K. Green y S. M. Wachter, «The American Mortgage in Historical and International Context», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, n.º 4, otoño 2005, páginas 93-114; A. Coles y J. Hardt, «Mortgage markets: why US and EU markets are so different», *International Union for Housing Finance*, diciembre 2001; y Banco Central Europeo, «Housing finance in the euro area», *Occasional Paper* n.º 101, marzo 2009.

y cuando cumplan ciertos niveles de calidad, o a emisores privados de bonos de titulización de activos (ABS) que, o bien los mantienen en su balance o los titilizan. En las últimas décadas, las dos agencias de financiación hipotecaria disfrutaron de costes de financiación más bajos en comparación con los bancos privados en las emisiones de bonos de titulización hipotecaria, debido a la existencia de una garantía pública implícita, que se hizo explícita en septiembre del 2008, dado que tanto Fannie Mae como Freddie Mac fueron intervenidas. Con esta garantía, las agencias de financiación hipotecaria y, en última instancia, el gobierno estadounidense respaldaron la concesión de créditos hipotecarios en Estados Unidos. Además, al agrupar las hipotecas y emitir bonos de titulización hipotecaria relativamente normalizados, Fannie Mae y Freddie Mac fomentaron la liquidez en el mercado hipotecario secundario de Estados Unidos. En términos de saldos vivos, estas agencias son los principales tenedores de deuda hipotecaria. Al mismo tiempo, los emisores privados de bonos de titulización de activos, típicamente entidades no crediticias y no reguladas, habían incrementado considerablemente su cuota de mercado desde el año 2004 hasta el momento en que se produjeron las turbulencias financieras, en paralelo con la imposición de límites regulatorios a la actividad de las agencias de financiación hipotecaria (véase gráfico A)<sup>2</sup>.

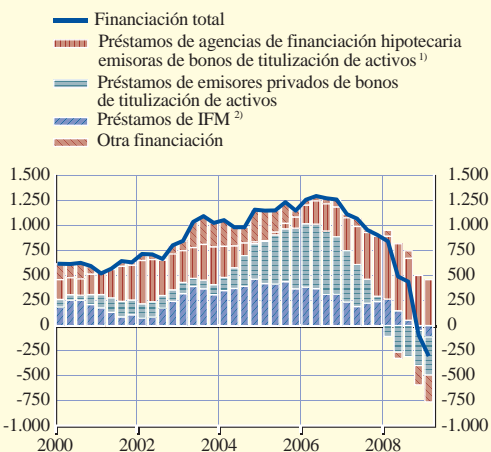
A diferencia de Estados Unidos, en la zona del euro no existe un respaldo público comparable para la provisión de crédito hipotecario a los residentes en la zona, es decir, los gobiernos de la zona del euro no intervienen para reducir los costes de financiación de los préstamos hipotecarios o facilitar la eliminación de los préstamos de los balances de las entidades de crédito. Esta situación se ha visto alterada en cierta medida por las turbulencias financieras y las medidas concretas de respaldo público que se han adoptado a nivel de país. Además, existen considerables diferencias en las nor-

2 De acuerdo con las estadísticas bancarias consolidadas del Banco de Pagos Internacionales, a finales de marzo del 2009, el 6% de los activos extranjeros totales de las entidades de crédito de la zona del euro correspondían a Estados Unidos.

3 Véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de marzo del 2008 titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM».

**Gráfico A Financiación de los hogares en Estados Unidos**

(operaciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de USD)



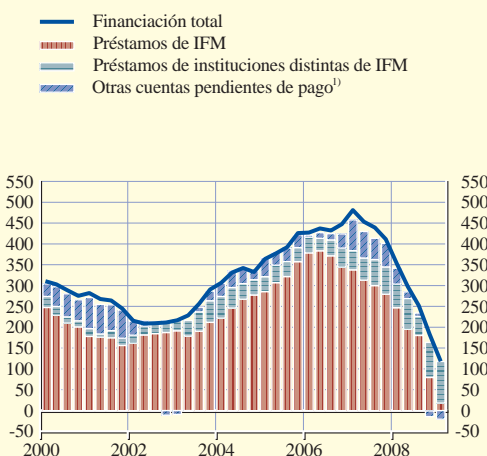
Fuentes: Reserva Federal y cálculos del BCE.

1) Préstamos de agencias de financiación hipotecaria y fondos de titulización hipotecaria respaldados por estas agencias.

2) Bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

**Gráfico B Financiación de los hogares en la zona del euro**

(operaciones acumuladas de cuatro trimestres en mm de USD)



Fuente: BCE.

1) Incluye también crédito comercial y pasivos netos de derivados financieros.

mas contables entre los distintos países de la zona del euro. En algunos de ellos, dichas normas sólo permiten la total eliminación de los préstamos realmente titulizados de los balances de los bancos (es decir, darlos de baja) cuando la operación de titulización cumple ciertos criterios estrictos<sup>3</sup>. Por el contrario, en Estados Unidos, las normas contables hacen que, en general, resulte más fácil dar de baja los préstamos del balance de las entidades de crédito y, por consiguiente, trasladar los riesgos a terceros. Estos motivos podrían explicar, en gran medida, por qué la titulización de los préstamos hipotecarios por parte de las agencias de financiación hipotecaria o de los emisores hipotecarios de bonos de titulización de activos ha avanzado mucho más en Estados Unidos que en la zona del euro.

En la zona del euro, los préstamos hipotecarios siguen figurando, en gran medida, en los balances de las entidades de crédito (véase gráfico B). Además de los depósitos, que son, en general, la principal fuente de financiación de dichas entidades en la zona del euro, los préstamos para la vivienda se financian directamente mediante la emisión de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* y bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés), que están garantizados por hipotecas (véase la sección 3 del artículo titulado «Financiación de la vivienda en la zona del euro» en el presente Boletín Mensual, en el que se describe la financiación de los préstamos hipotecarios en la zona del euro). La aportación de garantías en las emisiones de bonos reduce, en general, los costes de financiación para los bancos. No obstante, a diferencia de la garantía pública (implícita) de Estados Unidos, en la zona del euro no existe un respaldo público comparable de los gastos de financiación. En el caso de las emisiones de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief*, los préstamos hipotecarios se mantienen en los balances de las entidades de crédito de la zona del euro, y, en el caso de los RMBS, sólo se eliminan parcialmente de dichos balances, dependiendo de las normas contables que se apliquen en el país para dar de baja los préstamos titulizados mediante operaciones de titulización real. Por consiguiente, el riesgo de crédito asociado a los préstamos hipotecarios se mantiene, en gran medida, en los balances de los bancos. La financiación de préstamos hipotecarios basada en el mercado de operaciones con garantías representaba el 21% (9% en el caso de los instrumentos tipo *Pfandbrief* y 12% en el de los RMBS) del saldo vivo de los préstamos para la vivienda en la zona del euro a finales del 2007. En Estados Unidos, la proporción de préstamos hipotecarios titulizados era, aproximadamente, del 50% del saldo vivo de hipotecas<sup>4</sup>.

### **Repercusiones de la estructura de la financiación hipotecaria en las características de los préstamos hipotecarios**

La importancia de la titulización de las hipotecas en Estados Unidos, incluido el papel que desempeñan las agencias de financiación hipotecaria y los emisores privados de bonos de titulización de activos, dio lugar al predominio de los préstamos hipotecarios a tipo de interés fijo, que son los que, tradicionalmente, prefieren los compradores de vivienda estadounidenses. Una razón importante para que los bancos se muestren dispuestos a conceder este tipo de préstamos es que no necesitaban asumir el riesgo de financiar activos a largo plazo con fondos a corto plazo, dado que, en general, podían eliminar de sus balances los préstamos hipotecarios a largo plazo. Por el contrario, en la zona del euro, son muchos los países en los que predominan los préstamos a tipo de interés variable para la adquisición de vivienda frente a una minoría en la que predominan los préstamos hipotecarios a tipo de interés fijo, asociados a factores de demanda, de oferta e institucionales (véase la sección 2 del artículo titulado «Financiación de la vivienda en la zona del euro» en el presente Boletín Mensual).

<sup>4</sup> Con referencia a las titulizaciones reales fuera de balance.

Además, en los últimos años y hasta el momento en que se produjeron las turbulencias financieras, se han introducido en Estados Unidos nuevos contratos atípicos con elementos tales como los llamados «teaser rates» (tipos de interés más bajos por campañas promocionales), los tipos de amortización negativos y ratios entre el principal y el valor de la garantía cercanas o superiores al 100%, especialmente en el segmento de alto riesgo (*subprime*). El mayor riesgo de crédito asociado a estos préstamos hipotecarios *subprime* se eliminaba, en gran medida, de los balances de las entidades de crédito y posiblemente se transfería, casi en su totalidad, a los emisores privados de bonos de titulación de activos, que estaban sometidos a una regulación menos estricta que las agencias de financiación hipotecaria. Esos contratos atípicos se utilizaron en menor medida en la zona del euro, debido probablemente a la existencia de normas contables que hacían que resultase más difícil dar de baja los préstamos.

Asimismo, en Estados Unidos, las comisiones por pago anticipado son, en general, mínimas o inexistentes. Por el contrario, si bien en todos los países de la zona del euro se permite la cancelación anticipada total o parcial de la hipoteca, en general, la cancelación anticipada de un préstamo hipotecario a tipo de interés fijo está sujeta al pago de una comisión, mientras que, en el caso de los préstamos a tipo de interés variable, dicha cancelación esta exenta del pago de comisiones en varios países de la zona del euro.

### Procedimientos de insolvencia y ejecución hipotecaria

Por lo que respecta a otras diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y Estados Unidos, existen también algunas diferencias importantes en los procedimientos de insolvencia y ejecución hipotecaria, que podrían contribuir a explicar las divergencias en el endeudamiento de los hogares. Debido a la limitada disponibilidad de datos y a la heterogénea situación que presentan los países de la zona del euro, sólo es posible realizar una valoración general basada, sobre todo, en información cualitativa.

Si bien el número de quiebras entre los particulares ha aumentado en la zona del euro y en Estados Unidos en los últimos años, las insolvencias personales son todavía menos comunes en la zona del euro que en Estados Unidos. Ello se debe a las importantes diferencias que existen entre el marco jurídico de los países que se rigen por el derecho consuetudinario (por ejemplo, Estados Unidos) y los países en los que la legislación se basa en el derecho civil, como es el caso en la mayoría de los países de la zona del euro. En Estados Unidos, el sistema que se aplica en la mayoría de los Estados de la Unión tiende, en la práctica, a funcionar como si los préstamos fuesen deuda sin posibilidad de recurso, es decir, deuda avalada por una garantía, pero de la cual el prestatario no es personalmente responsable. Por el contrario, en los países que se rigen por el derecho civil, a los prestatarios les resulta menos fácil liberarse de la obligación de reembolsar su deuda y siguen siendo personalmente responsables del pago de cualquier diferencia que exista entre el valor de la propiedad y el importe del préstamo. Además, los procedimientos judiciales tienden a ser más bien largos en algunos países de la zona del euro, mientras que los países en los que se aplica el derecho consuetudinario suelen inclinarse por los acuerdos extrajudiciales. Estas diferencias en los procesos de insolvencia y ejecución hipotecaria podrían afectar a las condiciones de los préstamos y, posteriormente, al endeudamiento de los hogares. Además, en relación con las turbulencias financieras que tuvieron su origen en el segmento de alto riesgo del mercado hipotecario estadounidense, el aumento de las insolvencias personales fue mucho mayor en Estados Unidos que en la zona del euro (basándonos en la limitada información disponible sobre unos pocos países de la zona) en el año 2007.

## Conclusiones

Las características específicas del mercado hipotecario estadounidense —un papel dominante de las agencias de financiación hipotecaria y de los emisores privados de bonos de titulización de activos y una proporción relativamente baja de préstamos hipotecarios en los balances de los bancos— son ventajosas en términos de costes de financiación más bajos y de transferencia de riesgos mediante la titulización de dichos préstamos. Al mismo tiempo, la capacidad que tienen las entidades de crédito para eliminar de forma relativamente fácil de sus balances los préstamos hipotecarios estimuló el endeudamiento hipotecario de los hogares durante los últimos años hasta el inicio de las turbulencias financieras a mediados del 2007. Además, las operaciones estructuradas y el crecimiento de los emisores privados de bonos de titulización de activos relativamente poco regulados hasta el inicio de dichas turbulencias han dado lugar a una distribución opaca y a una infravaloración de los riesgos en el sistema financiero, lo que, en última instancia, desencadenó las turbulencias financieras.

Por el contrario, en la zona del euro, los préstamos hipotecarios se mantienen, en gran medida, en los balances de las entidades de crédito, ya que se financian, principalmente, con depósitos bancarios o, hasta cierto punto, mediante la emisión de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief*. Además, la importancia de las emisiones de RMBS en la zona del euro es relativamente baja. En general, aunque las normas de contabilidad varían de unos países a otros dentro de la zona, resulta menos fácil que en Estados Unidos eliminar los préstamos de los balances de los bancos. El hecho de que los préstamos se mantengan, en gran medida, en el balance de las entidades reguladas, por ejemplo, los bancos, tiende a favorecer un comportamiento más prudente por parte de los prestamistas con respecto a los préstamos concedidos. Al mismo tiempo, la legislación tan heterogénea en materia de emisiones de instrumentos tipo *Pfandbrief* y RMBS, así como la falta de uniformidad de los préstamos hipotecarios han hecho que la titulización de estos préstamos sea menor en la zona del euro. En general, con un mayor número de titulizaciones aumentaría la liquidez en el mercado secundario y se reducirían los costes de financiación, lo que resultaría beneficioso para los prestatarios. No obstante, como ya han demostrado las turbulencias financieras, para la estabilidad del sistema financiero es importante mantener la transparencia respecto a los riesgos y que éstos sigan figurando, en gran medida, en los balances de unas entidades bien reguladas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a experimentar un pronunciado descenso en junio, mes en que se situó en el 2,8%, frente al 4,4% observado en mayo (véase cuadro 2). Los saldos vivos de préstamos se redujeron para todos los plazos de vencimiento, pero especialmente para los préstamos hasta un año. Al valorar esta evolución se ha de tener presente que, debido a las diferencias en las expectativas de inflación para los distintos vencimientos, actualmente, el coste real de la financiación es más elevado para los préstamos a corto plazo que para los préstamos a largo plazo, lo que puede influir en el detalle por plazos de los préstamos a empresas. En general, es probable que la moderación de los préstamos al sector de sociedades no financieras sea reflejo de la débil actividad económica y de la considerable incertidumbre existente en torno a las perspectivas económicas. Es posible que esto también esté dificultando el acceso de algunas empresas a la financiación bancaria (para más información, véase el recuadro 2).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares aumentó en junio y se situó en el 0,2%, frente al -0,2% de mayo, observándose un flujo mensual positivo ese mes. Esta evolución tuvo su origen en el aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, la principal fuente de financiación de los hogares, que ascendió desde el -0,5% de mayo hasta el 0% de junio. Dada la



**Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 May	2009 Jun
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>44,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>8,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>2,8</b>
Hasta un año	26,8	11,0	9,0	4,2	2,4	-2,6	-5,4
De uno a cinco años	20,4	18,6	16,0	12,5	9,8	9,7	7,3
Más de cinco años	52,8	11,8	10,8	8,9	6,8	6,4	5,7
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>45,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	13,0	4,4	3,2	1,3	-0,3	-0,7	-0,7
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,3	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,5	0,0
Otras finalidades	15,7	2,6	2,2	1,7	1,7	1,9	1,6
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>1,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,5</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>9,5</b>	<b>22,3</b>	<b>14,5</b>	<b>7,6</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,0</b>	<b>2,0</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) Según la definición del SEC 95.

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

incertidumbre a la que actualmente están sujetas las perspectivas de renta y del mercado de la vivienda, es probable que los hogares sigan actuando con cautela a la hora de tomar nuevos préstamos, pero los datos correspondientes a los últimos meses no indican que los préstamos a este sector sigan disminuyendo.

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) aumentó en junio y se situó en el 3%, frente al 2,8% de mayo. Si se consideran sus subcomponentes, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo (esto es, los depósitos a plazo a más de dos años y los depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses) volvió a experimentar un pronunciado incremento, debido, en gran parte, a que están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM prácticamente no se modificó en junio. A diferencia de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, en líneas generales, los sectores tenedores de dinero han continuado adquiriendo estos valores a largo plazo en los últimos meses y, en junio, las entidades de crédito también lograron obtener financiación a largo plazo de instituciones no bancarias recurriendo a este instrumento. Al mismo tiempo, la emisión neta de este tipo de valores a largo plazo por parte de las entidades de crédito superó las adquisiciones de los sectores tenedores de dinero, ya que las IFM también incrementaron sus tenencias de estos instrumentos.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas se incrementó hasta el 11,1% en junio, frente al 10,8% de mayo, como consecuencia de las entradas registradas en estos instrumentos en junio.

Si se considera la evolución de los activos y los pasivos exteriores del sector de las IFM frente a no residentes, en junio se registraron elevados flujos de entrada en ambos lados del balance. En el activo, se observaron fuertes incrementos en los préstamos, mientras que en el pasivo se produjo un aumento incluso mayor en los depósitos. En consecuencia, la posición acreedora neta frente al exterior, que es la contrapartida de M3, registró salidas mensuales reducidas. En términos interanuales, las entradas observadas en la citada posición volvieron a ascender y se situaron en 104 mm de euros en junio, frente a 81 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo.

En resumen, los datos monetarios de junio confirman la desaceleración de M3 y de los préstamos, lo que es indicativo de una disminución de la tasa de crecimiento monetario subyacente. La persistente moderación de la dinámica de los préstamos al sector privado no financiero probablemente se deba al hecho de que sigue existiendo un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de la actividad económica, de renta y del mercado de la vivienda. Los datos de las IFM también sugieren que en junio no se produjeron nuevos despalancamientos. Ciertamente, los activos totales mantenidos por las IFM aumentaron ese mes, tras cuatro meses de flujos negativos, como consecuencia de los incrementos observados en las principales categorías de activos.

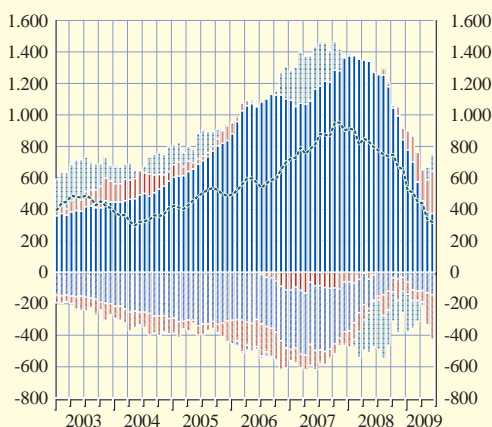
## 2.2 EMISIONES DE VALORES

Al igual que en meses anteriores, en mayo del 2009, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado. El crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas continuó con el fuerte impulso observado desde principios del 2009. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas volvió a ascender moderadamente, como consecuencia fundamentalmente de los esfuerzos de las IFM de la zona del euro por obtener capital mediante la emisión de acciones, y se vio favorecida por la mejora observada en los mercados bursátiles.

## Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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

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



Fuente: BCE.

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

## Recuadro 2

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE JULIO DEL 2009

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2009 que el Eurosistema realiza trimestralmente<sup>1</sup>. En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades de crédito participantes en la encuesta que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se redujo a la mitad y se situó en el 21%, frente al 43% del primer trimestre del 2009. Cabe observar que el grado de endurecimiento fue inferior al elevado nivel registrado en el tercero y cuarto trimestres del 2008<sup>2</sup>. Esta evolu-

- 1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 3 de julio de 2009. El 29 de julio de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

ción confirma que, en la encuesta de abril, se produjo un punto de inflexión en el ciclo de endurecimiento. No obstante, el grado de endurecimiento neto de los criterios acumulado en los últimos trimestres todavía es significativo, en un contexto en que los flujos netos de crédito son moderados o, incluso, negativos. Todos los factores contribuyeron al menor endurecimiento neto de los criterios aplicados, pero especialmente los de oferta, como el acceso de las entidades a la financiación en los mercados y su situación de liquidez. Las entidades participantes en la encuesta también indicaron que el endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y al crédito al consumo había disminuido, hasta el 22% (frente al 28% del primer trimestre) y el 21% (frente al 26% del primer trimestre), respectivamente, en el segundo trimestre del 2009, así como con respecto a los máximos históricos registrados en el cuarto trimestre del 2008. Para el tercer trimestre del 2009, las entidades esperaban un nuevo descenso del endurecimiento neto en las tres modalidades de préstamo. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas siguió descendiendo, pero en menor medida que en el primer trimestre, mientras que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser ligeramente positiva en el segundo trimestre<sup>3</sup>.

Al igual que en ocasiones anteriores, en esta encuesta se incluyeron una serie de preguntas ad hoc relativas fundamentalmente al efecto de las turbulencias financieras sobre los criterios de aprobación del crédito y sobre la política crediticia de las entidades (véase la última sección de este recuadro).

### Préstamos o líneas de crédito a empresas

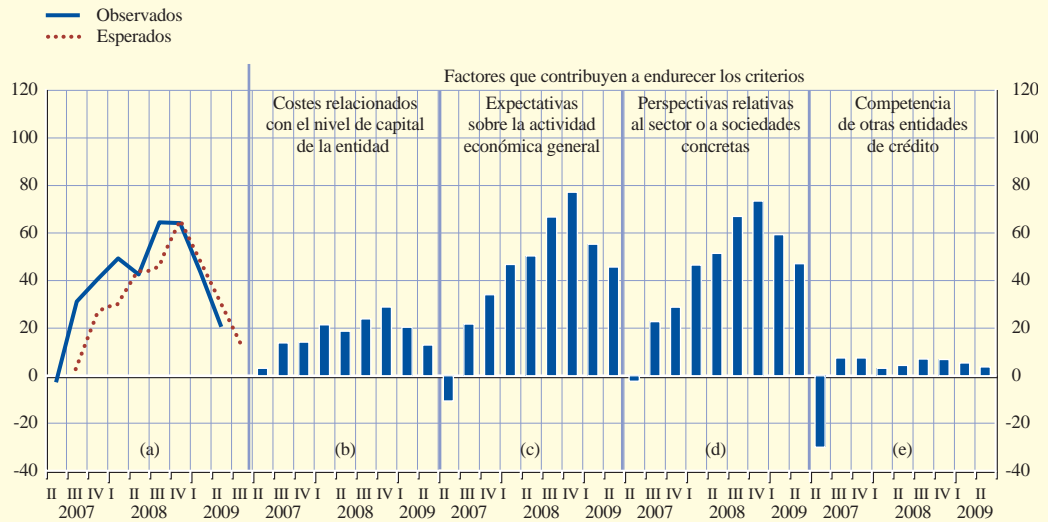
**Criterios de aprobación del crédito:** En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se redujo a la mitad y se situó en el 21%, frente al 43% del primer trimestre del 2009 (véase gráfico A), notablemente por debajo del elevado nivel registrado en el tercero y cuarto trimestres del 2008 (el 64%). Esta evolución confirma que se produjo un punto de inflexión en el ciclo de endurecimiento observado en la encuesta de abril, aunque el endurecimiento neto acumulado en los últimos trimestres todavía es significativo. Todos los factores contribuyeron al menor endurecimiento neto de los criterios aplicados, pero particularmente los de oferta, como el acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el 7%, frente al 19% del primer trimestre) y la situación de liquidez de las entidades (el -2%, frente al 14% del primer trimestre). Los factores que más han contribuido al endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a empresas continuaron siendo las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 46%, frente al 55% del trimestre anterior) y las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas (el 47%, frente al 59%), aunque el endurecimiento neto atribuible a estos factores también disminuyó considerablemente en el segundo trimestre del 2009.

En cuanto a las condiciones establecidas para la concesión de préstamos a empresas, las entidades indicaron que se había producido un nuevo endurecimiento de dichas condiciones, en términos netos, en el segundo trimestre del 2009, aunque este habría disminuido con respecto al período anterior. En particular, el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios se redujo sustancialmente, hasta el 35%, frente al 58% del primer trimestre del 2009, alcanzando su nivel más reducido desde el tercer trimestre del 2007 (véase gráfico B). En general, el grado de endurecimiento neto fue menor para las condiciones no relacionadas con el precio que para las asociadas al precio.

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y las que han señalado que ha disminuido.

## Gráfico A Cambios en los criterios de concesión aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas

(en porcentaje neto)



Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un endurecimiento y las que indican que ha contribuido a una relajación. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

La disminución del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a empresas se reflejó tanto en los préstamos a grandes empresas como a pequeñas y medianas empresas (PYME). Al igual que en la mayor parte de las encuestas anteriores, en el segundo trimestre del 2009, el endurecimiento neto de los criterios aplicados fue algo más intenso para los préstamos a grandes empresas (el 25%, frente al 48% del primer trimestre del 2009) que para los préstamos a PYME (el 21%, frente al 42% del trimestre anterior). Tanto los costes de financiación y disponibilidad de fondos como la percepción de riesgos de las entidades (principalmente las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas) contribuyeron considerablemente a la moderación del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a grandes empresas y a PYME. Al mismo tiempo, las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sectores o a sociedades concretas continuaron siendo los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a grandes empresas y a PYME. Los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades siguieron desempeñando un papel ligeramente más importante en el endurecimiento neto de los criterios en el caso de las grandes empresas que en el de las PYME. Al mismo tiempo, las grandes empresas se han beneficiado algo más que las PYME de la mejora de la situación de liquidez de las entidades de crédito (en el sentido de que esta mejora contribuyó a la relajación de los criterios aplicados a los préstamos a grandes empresas). El menor endurecimiento neto de los préstamos a empresas observado en el segundo trimestre del 2009 también quedó reflejado en las condiciones aplicadas tanto a los préstamos a grandes empresas como a PYME. En general, el grado de endurecimiento neto de las condiciones fue mayor para las grandes empresas que para las PYME.

**Gráfico B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas**

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



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

Las expectativas en relación con los criterios para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas en el tercer trimestre del 2009 apuntan a una nueva disminución del endurecimiento neto (el 12%; véase gráfico A).

**Demanda de préstamos:** Según las entidades participantes en la encuesta, la demanda neta de préstamos a empresas continuó descendiendo en el segundo trimestre del 2009, registrando un porcentaje neto del -29% (frente al -33% del primer trimestre; véase gráfico C). La caída de la demanda neta estuvo determinada por la acusada disminución de las necesidades de financiación para inversiones en capital fijo (el -52%, frente al -62% del primer trimestre) y para fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (el -32%, frente al -39% del trimestre anterior). Con respecto al recurso a modalidades de financiación alternativas, aunque los préstamos de otras entidades de crédito y de instituciones no bancarias respaldaron la demanda neta de préstamos de las empresas, la contribución de la financiación interna a dicha demanda fue ligeramente negativa. La emisión de valores de renta fija y de acciones también contribuyó negativamente a la demanda neta, siendo este efecto algo mayor que en el primer trimestre. Esto puede deberse a las mejores condiciones en los mercados para la emisión de valores de renta fija y de acciones en el segundo trimestre del 2009.

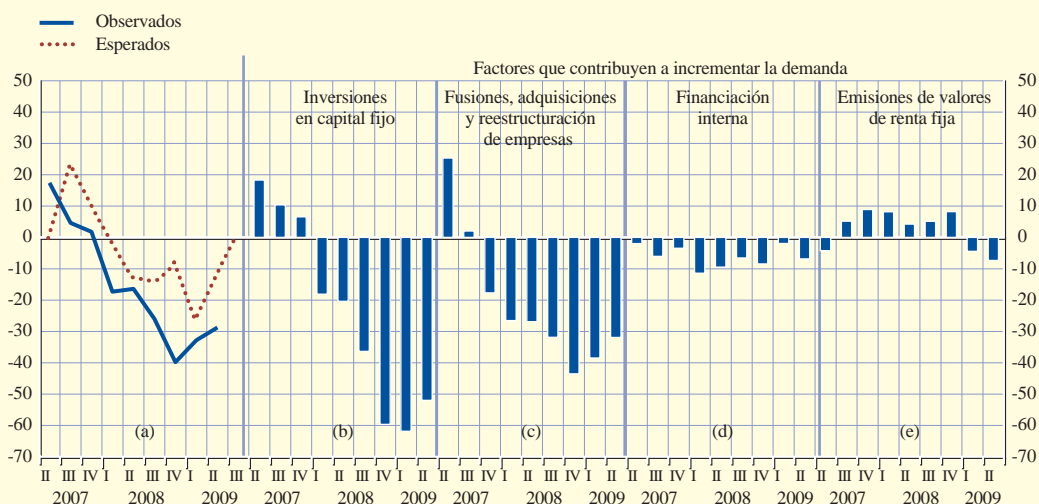
En términos del tamaño de los prestatarios, según el indicador de difusión<sup>4</sup>, tanto las grandes empresas como las PYME contribuyeron a que la demanda neta de préstamos fuera algo menos negativa. En cuanto a los plazos de vencimiento, la demanda neta de préstamos a largo plazo por parte de las empresas fue considerablemente menos negativa en el segundo trimestre, mientras que la demanda neta de préstamos a corto plazo siguió disminuyendo.

4 El indicador de difusión se define como el porcentaje neto ponderado en función de la intensidad de la respuesta, concediendo a las entidades prestatistas que han respondido «se han endurecido considerablemente» una ponderación que es el doble (puntuación de 1) que a las que han contestado «se han endurecido en cierta medida» (puntuación de 0,5).



### Gráfico C Cambios en la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de empresas

(en porcentaje neto)



Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». El porcentaje neto de las preguntas relacionadas con los factores se define como la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

Para el tercer trimestre del 2009, se espera que la demanda neta de préstamos a empresas pase a ser positiva (el 1%) por primera vez desde el último trimestre del 2007 (véase gráfico C).

#### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido volvió a descender, hasta el 22% (véase gráfico D), frente al 28% del primer trimestre del 2009, así como con respecto al máximo histórico registrado en el cuarto trimestre del 2008 (el 41%). Las expectativas relativas a la actividad económica en general (el 29%, frente al 40% del primer trimestre) y las perspectivas del mercado de la vivienda (el 22%, frente al 33% del trimestre anterior) continuaron siendo los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios. A diferencia de lo ocurrido en los préstamos a empresas, en este caso, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades de crédito favorecieron un endurecimiento observado en los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda en el segundo trimestre del 2009 ligeramente mayor (el 9%, frente al 7% del trimestre anterior).

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento neto de los márgenes se redujo considerablemente en el segundo trimestre, en particular para los préstamos ordinarios (el 10%, frente al 38%), pero también para los préstamos de mayor riesgo (el 35%, frente al 52% del primer trimestre). En cambio, el endurecimiento neto de las condiciones no relacionadas con el precio apenas se redujo en el segundo trimestre. En particular, el grado de endurecimiento neto de la relación entre el principal y el valor de la garantía se mantuvo constante, en un

nivel todavía relativamente elevado en términos históricos, el 25%. Del mismo modo, el endurecimiento neto de las garantías requeridas permaneció prácticamente invariable, en el 18% (frente al 19% del trimestre anterior).

De cara al tercer trimestre del 2009, se espera que los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se endurezcan algo menos (el 12%; véase gráfico D).

**Demanda de préstamos:** La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda pasó a ser positiva en el segundo trimestre del 2009 (el 4%, frente al -30% del primer trimestre; véase gráfico E) por primera vez desde el segundo trimestre del 2006, cuando la tasa de crecimiento interanual de esta modalidad de préstamo comenzó a moderarse. El aumento de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda estuvo impulsado, en particular, por una valoración considerablemente menos negativa de las perspectivas del mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, en comparación con el primer trimestre. Para el tercer trimestre del 2009, se espera un descenso de la demanda neta de estos préstamos (el -7%).

### Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

**Criterios de aprobación del crédito:** En el segundo trimestre del 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares volvió a descender, hasta el 21% (véase gráfico F), frente al 26% del primer trimestre, así como con respecto al máximo histórico del 42% observado en el cuarto trimestre del 2008. El principal factor determinante del endurecimiento neto fue la percepción del riesgo de las entidades, principalmente en relación con las expectativas relativas a la actividad económica en general y la solvencia de los consumidores. En cuanto a las condiciones aplicadas al crédito al consumo y otros préstamos a hogares, las entidades continuaron elevando los márgenes aplicados tanto a los préstamos ordinarios como a los de mayor riesgo, pero sustancialmente menos que en el primer trimestre.

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

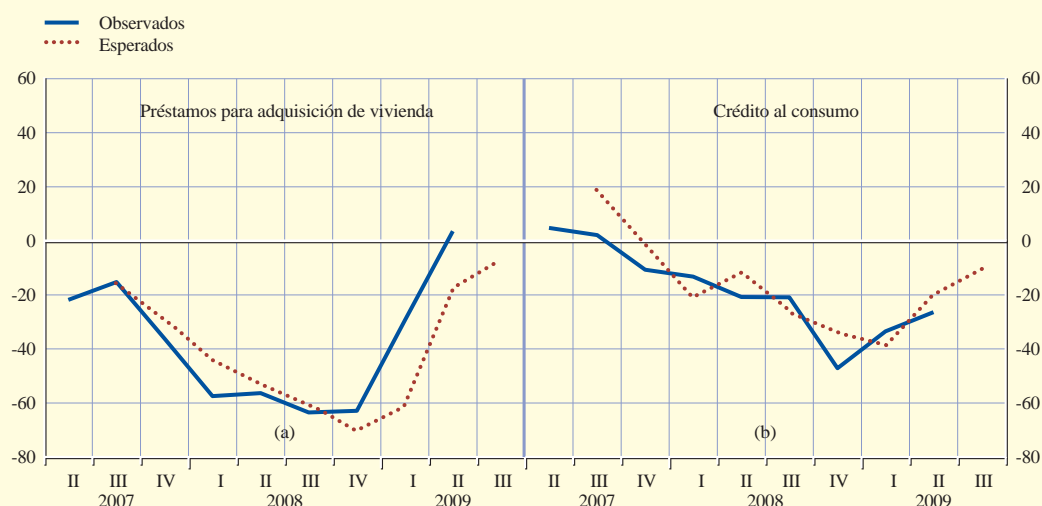
(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

## Gráfico E Cambios en la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de crédito al consumo

(en porcentaje neto)



Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se ha reducido considerablemente». Los valores «observados» se refieren al período en que se realizó la encuesta. Los valores «esperados» se refieren a los cambios esperados en los tres meses siguientes.

Para el tercer trimestre del 2009, se espera que el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares siga disminuyendo, hasta el 15% (véase gráfico F).

**Demanda de préstamos:** En el segundo trimestre del 2009, la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares continuó siendo negativa, aunque algo menos que en el trimestre precedente (el -26%, frente al -34% del trimestre anterior; véase gráfico E). Los dos factores que más contribuyeron a la moderación de la demanda siguieron siendo la confianza de los consumidores y el menor gasto en bienes de consumo duradero.

Para el tercer trimestre del 2009, se espera que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares sea menos negativa (el -10%).

### Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

En consonancia con encuestas anteriores, en la encuesta de julio del 2009 se planteó una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde mediados del 2007, añadiéndose una pregunta sobre los efectos de la nueva regulación de capital basada en Basilea II sobre los criterios aplicados por las entidades para la aprobación del crédito.

Las entidades participantes en la encuesta señalaron que, en el segundo trimestre del 2009, el acceso a la financiación en los mercados mayoristas había planteado menos dificultades que en el primer trimestre en la mayor parte de los mercados y categorías que se muestran en el gráfico G. En el caso del mercado monetario, en particular del mercado monetario a muy corto plazo, menos del 50% de

**Gráfico F Cambios en los criterios de concesión aplicados al crédito al consumo y a otros préstamos a hogares**

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

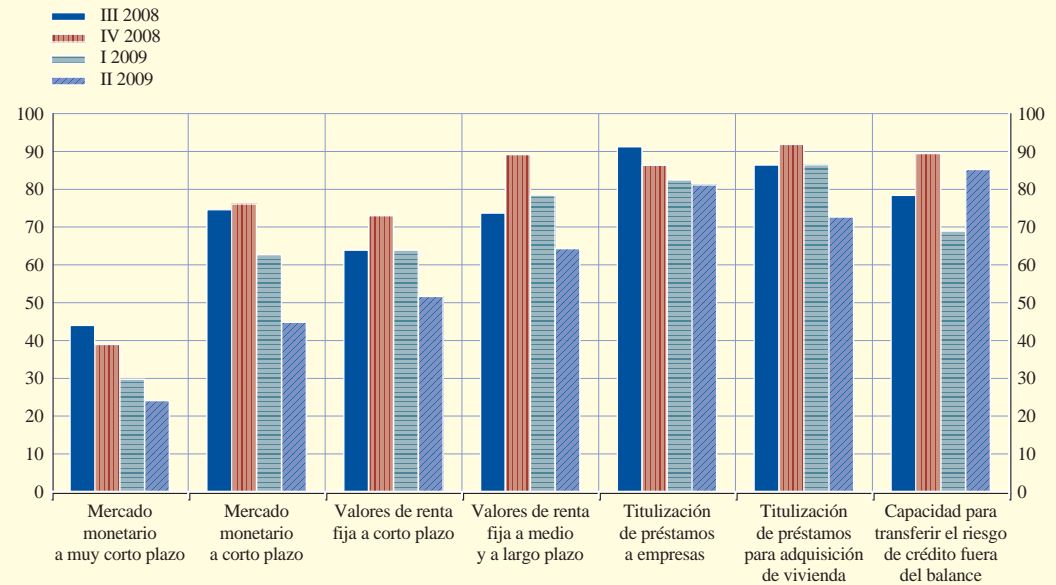
las entidades participantes en la encuesta indicó que el acceso a este mercado se había visto dificultado como consecuencia de las turbulencias financieras. Aunque el porcentaje de entidades que señaló dificultades en el acceso a los mercados de valores de renta fija a corto plazo y a medio y largo plazo fue más elevado (el 52% y el 64%, respectivamente), dicho porcentaje fue considerablemente inferior al registrado en el primer trimestre. Con respecto al acceso a los mercados de titulización fuera de balance o real, se señaló cierta mejora en lo que respecta a los préstamos para adquisición de vivienda, pero apenas se observaron cambios en relación con los préstamos a empresas. Según el 70%-85% de las entidades participantes, el acceso a la titulización había seguido planteando dificultades. Para los tres próximos meses, las entidades esperan que el acceso a los mercados monetarios y de valores de renta fija siga mejorando, pero también que las dificultades de acceso a los mercados de titulización prácticamente no se modifiquen en relación con el segundo trimestre del 2009.

Según las entidades participantes, el acceso a la financiación en los mercados mayoristas ha mejorado debido, en parte, a las medidas anunciadas e introducidas por los Gobiernos de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito. El 60% de las entidades (frente a aproximadamente el 50% en el primer trimestre) indicó que los planes de apoyo de los Gobiernos habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» en su acceso a la financiación en el segundo trimestre del 2009. Para los tres próximos meses esperan que el impacto de dichos planes sobre su acceso a la financiación en los mercados mayoristas se mantenga estable.

En consonancia con la mejora registrada en el acceso a los mercados monetarios y de valores de renta fija, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el impacto sobre los préstamos bancarios, en lo que respecta a los márgenes aplicados y, en particular, a la cantidad de préstamos otorgados, derivado de las mayores dificultades de acceso a estos mercados, disminuyó en el segundo trimestre del 2009. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre la

**Gráfico G Acceso a la financiación en los mercados al por mayor**

(en porcentaje)



Notas: Las cifras indican el porcentaje de entidades que han señalado que el acceso a determinadas fuentes de financiación mayorista se ha dificultado. La cifra que figura en cada columna se calcula como el número de entidades que ha indicado esa fuente de financiación concreta en porcentaje del número de entidades que no han respondido «no aplicable» a esta pregunta. Estas cifras totales son medias ponderadas de los resultados por países.

cantidad de préstamos concedidos. Para los tres próximos meses, las entidades indicaron que esperan un impacto similar sobre su disposición a prestar fondos y sobre sus márgenes, como consecuencia de las dificultades todavía existentes para acceder a la financiación en los mercados monetarios, de valores de renta fija y de titulización, en comparación con el impacto observado en los tres meses precedentes.

Por último, se planteó una pregunta ad hoc nueva, indagando hasta qué punto la introducción de la nueva regulación de capital basada en Basilea II (Directiva de Requerimientos de Capital; DRC), más sensible al riesgo, ha influido sobre la política crediticia de las entidades, desde el primer trimestre del 2008, a través de sus posibles efectos en el nivel de capital de las entidades. La DRC empezó a aplicarse a partir de enero del 2007 y las entidades de crédito de la UE comenzaron a presentar información sobre las ratios de capital, basada en dicha Directiva, a partir de enero del 2008. Según la mayor parte de las entidades participantes en la encuesta, la entrada en vigor de la DRC prácticamente no ha causado ningún impacto sobre los criterios aplicados a los préstamos a empresas y a hogares desde el primer trimestre del 2008. No obstante, el impacto ha sido algo mayor para los préstamos a empresas que para los préstamos a hogares. En el segmento de préstamos a empresas, las grandes empresas resultaron algo más afectadas que las PYME.

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado en mayo del 2009 y se situó en el 12%, frente al 12,1% de abril (véase cuadro 3). Aunque la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo emitidos se redujo 3,1 puntos porcentuales en mayo del 2009 (hasta el 22,7%), en comparación con el mes precedente, la de la emisión de este tipo de valores a largo plazo registró un moderado aumento en ese mismo período, de 0,3 puntos porcentuales (hasta el 10,6%). La emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo es superior a la de los valores a largo plazo a tipo variable, aunque estos últimos han adquirido mayor popularidad en los años recientes. No obstante, tras un período de intensa actividad emisora neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable a finales del 2008, los participantes en el mercado han vuelto a favorecer la emisión de valores a largo plazo y a tipo fijo, reflejando posiblemente un aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos. De este modo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo y a tipo de interés fijo se incrementó desde el 8,4% de abril del 2009 hasta el 9,2% de mayo del 2009, mientras que la correspondiente a estos valores a tipo variable se redujo hasta situarse en el 14,2% ese mes, frente al 15,7% del mes anterior.

Las tendencias a corto plazo pueden observarse mejor a partir de tasas de crecimiento semestrales anualizadas y desestacionalizadas. Estas apuntan a una ligera moderación del intenso crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones, que fue del 13,5% en mayo del 2009. Este descenso, de unos 2 puntos porcentuales con respecto al mes anterior, fue causado fundamentalmente por la desaceleración del crecimiento de este tipo de valores a corto plazo (véase gráfico 7).

En cuanto a las sociedades no financieras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones no se modificó y fue del 9,9% en mayo del 2009. De igual modo, la tasa de crecimiento semestral anualizada de la emisión de este tipo de valores se mantuvo en el 16,3%, el nivel más elevado observado desde el verano del 2003. La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras siguió estando dominada por los valores a largo plazo a tipo de interés fijo, cuya tasa de crecimiento interanual se elevó hasta situarse en el 21,9% en mayo del 2009, frente

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Mayo	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 Abr	2009 May
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>13.927</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>10,6</b>	<b>12,1</b>	<b>12,0</b>
IFM	5.455	7,8	8,2	5,7	5,9	6,4	5,5
Instituciones financieras no monetarias	2.043	21,4	22,9	23,5	29,3	30,4	29,4
Sociedades no financieras	741	5,9	4,1	5,0	7,6	9,9	9,9
Administraciones Públicas	5.687	2,2	2,4	5,6	10,2	12,5	13,6
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.338	2,3	2,4	5,8	10,5	12,6	13,9
Otras Administraciones Públicas	349	1,3	3,0	2,9	5,9	10,6	9,4
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>3.580</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>
IFM	455	1,5	2,8	4,9	7,2	8,2	8,9
Instituciones financieras no monetarias	255	2,4	2,6	2,6	3,2	3,4	3,2
Sociedades no financieras	2.871	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,5	0,8

Fuente: BCE.

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



al 19,9% del mes anterior. Esta evolución puede compararse con una tasa de crecimiento interanual del -2,1% de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable y del -21,3% para los valores a corto plazo a tipo variable en mayo del 2009. Este fuerte ritmo de emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo puede reflejar algunos efectos de la sustitución de los préstamos bancarios por la financiación mediante deuda, en un contexto de disminución de los diferenciales de crédito desde principios de año y de restricciones a la financiación a través del sistema bancario, como se indicó, por ejemplo, en la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema. El hecho de que las operaciones de fusión y adquisición, que tradicionalmente han sido una de los principales impulsoras de la emisión de este tipo de valores por parte de las empresas, se mantengan en niveles moderados, también confirma, en cierta medida, la valoración de que la financiación mediante deuda está sustituyendo a la financiación bancaria, al menos en lo que respecta a empresas más grandes que pueden recurrir a los mercados de renta fija para obtener financiación. Por otra parte, datos recientes apuntan a un mayor recurso a la emisión de valores distintos de acciones por parte de todas las categorías de calificación crediticia y de todos los sectores, principalmente de emisores con calificaciones crediticias de menor calidad y de sectores más cíclicos.

Por lo que respecta al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo ligeramente y se situó en el 5,5% en mayo del 2009, tras el repunte observado en los primeros meses del 2009 en el contexto de los avales públicos otorgados a la emisión de bonos bancarios. Aunque la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo por parte de las IFM se mantuvo en niveles elevados en mayo del 2009, se observaron descensos considerables en las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones a corto plazo y de los valores a largo plazo a tipo de interés variable. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM disminuyó 0,4 puntos porcentuales y se situó en el 6% en mayo del 2009, lo que, por un lado, ocultó un fuerte descenso de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (hasta el 6,3% desde el 11,7% del mes precedente) y, por otro, un incremento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo (hasta el 5,9% frente al 5,3% del mes anterior).

En cuanto a las instituciones financieras no monetarias, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones se moderó y se situó en el 29,4% en mayo del 2009, en comparación con el 30,4% de abril del 2009. No obstante, este sector continuó siendo, con diferencia, el que mayor crecimiento registró entre todos los sectores que integran la emisión total de valores distintos de acciones, y la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada siguió aumentando, reflejando la considerable actividad en curso de titulaciones retenidas. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias continuaron centrándose en los valores a largo plazo, en particular a tipos de interés variables.

**Gráfico 7 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.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada y aumentó hasta el 13,6% en mayo del 2009, bastante por encima de la tasa media, en torno al 4%, registrada desde 1999. Sin embargo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos por este sector se redujo 2,2 puntos porcentuales y fue del 15,3% en mayo del 2009. En general, el elevado nivel de emisiones refleja las considerables necesidades de financiación de los Gobiernos de la zona del euro.

### ACCIONES COTIZADAS

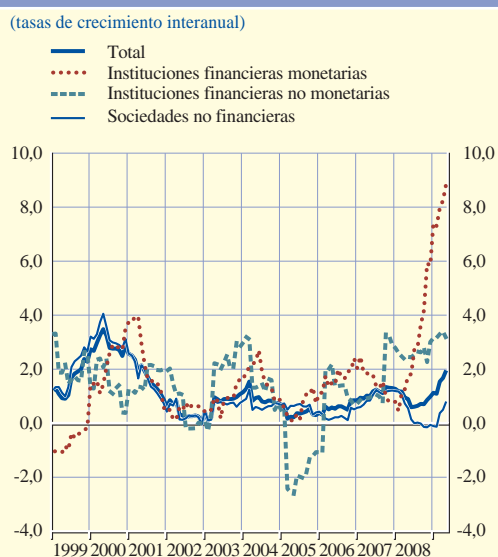
La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro continuó aumentando con moderación, en general, y fue del 2% en mayo del 2009 (véase gráfico 8). Aunque casi todos los sectores contribuyeron a este incremento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM siguió siendo particularmente elevada (el 8,9%), reflejando los esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por sanear sus balances reforzando sus bases de capital. Además, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se elevó hasta el 0,8% en mayo del 2009, posiblemente impulsada por la evolución positiva de los mercados bursátiles en los últimos meses.

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

*En general, tanto los tipos de interés sin garantías como los tipos con garantías del mercado monetario experimentaron un descenso en julio del 2009. El diferencial entre los tipos a tres meses sin garantías y los tipos con garantías al mismo plazo también se redujo durante ese período, ya que los tipos sin garantías cayeron de forma más acusada que los tipos con garantías. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en julio, aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo y con adjudicación plena en sus operaciones principales de financiación y en sus operaciones de financiación a plazo más largo. Además, en julio, el Eurosistema comenzó a realizar adquisiciones directas de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados) en el contexto de su programa de adquisiciones de bonos garantizados acordado en junio.*

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías descendieron en julio del 2009. El 5 de agosto, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,523%, el 0,884%, el 1,133% y el 1,345%, respectivamente, esto es, 22, 20, 17 y 15 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 1 de julio. Este descenso fue algo más pronunciado para los tipos a más corto plazo, con el resultado de que el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes aumentó ligeramente y se situó en 82 puntos básicos el 5 de agosto, en comparación con 76 puntos básicos el 1 de julio (véase gráfico 9).

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



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

Los tipos *swap* del EONIA disminuyeron, en general, en julio, aunque a un ritmo más lento que los tipos de interés del mercado monetario sin garantías. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA también registraron un descenso ese mes. En el caso de los tipos de interés a tres meses, este diferencial se redujo ligeramente, de 49 puntos básicos, el 1 de julio, a 42 puntos básicos, el 5 de agosto, un nivel observado por última vez en marzo del 2008. Por consiguiente, se situó en niveles sustancialmente por debajo de los observados en el período posterior a la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre del 2009 y marzo del 2010 también experimentaron un ligero descenso, y el 5 de agosto se situaban en el 0,875%, el 1,060% y el 1,285%, 16 y 10 puntos básicos por debajo y 1 punto básico por encima de los niveles registrados el 1 de julio, respectivamente.

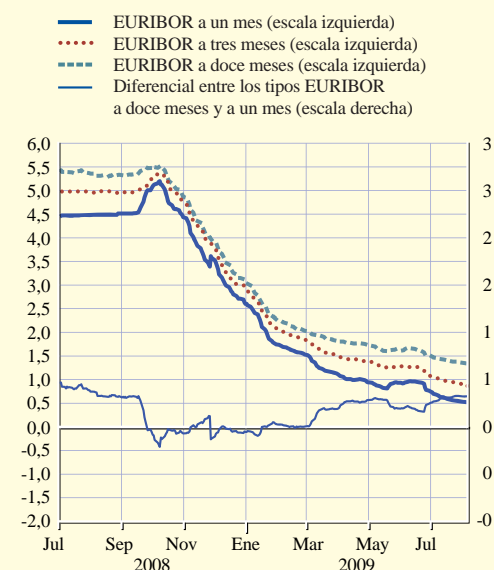
El EONIA fue relativamente estable en julio y se situó en niveles ligeramente por debajo del 0,4%. La única excepción se produjo el 7 de julio, último día del sexto período de mantenimiento de reservas del año, cuando el EONIA se elevó hasta alcanzar el 0,476%, como consecuencia de la operación de ajuste realizada por el Eurosistema en la que se absorbieron 276 mm de euros en una operación a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,64%. El comportamiento del EONIA es acorde con la existencia de un exceso de liquidez muy elevado tras la adjudicación, el 24 de junio, de un volumen de liquidez muy elevado en la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año con tipo de interés fijo y adjudicación plena (para más detalles, véase el recuadro 3), y también refleja la decisión del Consejo de Gobierno de no modificar los tipos de interés oficiales del BCE adoptada en su reunión del 2 de julio. El 5 de agosto, el EONIA se situó en el 0,343%, 66 puntos básicos por debajo del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) y sólo 9 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito.

Como consecuencia de la actual política de gestión de la liquidez del Eurosistema, el volumen de liquidez proporcionado al mercado estuvo determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades de contrapartida. Asimismo, se observó un cambio sustancial en la estructura temporal de la liquidez debido a la OFPML a un año realizada el 24 de junio, ya que las entidades de contrapartida optaron por no renovar volúmenes significativos de financiación a una semana, a un mes, a tres meses y a seis meses con el Eurosistema. El 5 de agosto, las operaciones principales de financiación sólo representaban el 9% de la liquidez total existente, en comparación con el 50% el 23 de junio.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 7, 14, 21 y 28 de julio, el BCE adjudicó 106,4 mm de euros, 100,3 mm de euros, 88,3 mm de euros y 97,8 mm de euros, respectivamente, con lo que se adjudicaron 165,2 mm de euros, 286 mm de euros, 285,3 mm de euros y 269,1 mm de euros por encima de los respectivos importes de referencia.

**Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario**

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



Fuentes: BCE y Reuters.

En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales con vencimiento a uno, tres y seis meses, así como tres OFPML regulares. El BCE adjudicó 38,3 mm de euros en la OFPML especial con vencimiento a un mes del 7 de julio, y 3 mm de euros y 9 mm de euros, respectivamente, en las OFPML especiales con vencimiento a tres meses y a seis meses efectuadas el 8 de julio. En la OFPML regular realizada el 29 de julio, el BCE adjudicó 9,5 mm de euros. El drenaje neto de liquidez resultante de la disminución de los volúmenes de financiación en las OFPML en el período de mantenimiento que comenzó el 8 de julio fue de unos 48 mm de euros.

Como consecuencia del significativo descenso de los volúmenes de adjudicación en las OPF, el exceso de liquidez de los mercados monetarios de la zona del euro disminuyó gradualmente durante el mes. No obstante, en general, las entidades de contrapartida obtuvieron más liquidez de la necesaria para cumplir las exigencias de reservas y tomar en consideración los factores autónomos. El exceso de liquidez se absorbió principalmente mediante el recurso a la facilidad de depósito, que alcanzó un volumen récord de 316 mm de euros diarios hacia el final del período de mantenimiento que terminó el 7 de julio, ligeramente por encima del máximo anterior registrado en enero. El recurso diario a la citada facilidad fue de 133,4 mm de euros al principio del período de mantenimiento que comenzó el 8 de julio, antes de aumentar de manera bastante constante posteriormente. El 5 de agosto, el recurso diario a la facilidad de depósito se situó en 225,9 mm de euros.

Además, haciendo uso de los acuerdos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, el Eurosistema continuó proporcionando financiación en dólares estadounidenses, respaldada por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, en operaciones con diversos plazos de vencimiento realizadas los días 2, 9, 16, 23 y 30 de julio con diversos plazos de vencimiento. El BCE también continuó proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en dólares estadounidenses y en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas.

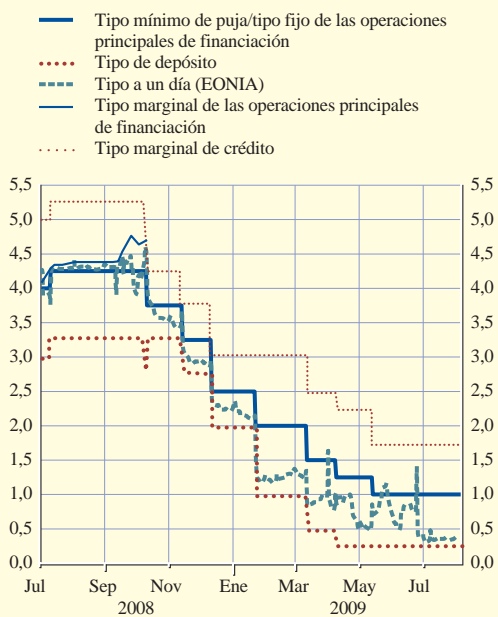
Por último, entre el 6 de julio y el 5 de agosto, los bancos centrales del Eurosistema adquirieron bonos garantizados admisibles por un importe nominal de 5 mm de euros.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

La evolución de los mercados de renta fija en julio fue reflejo, principalmente, de una mayor tolerancia al riesgo y de una valoración ligeramente más positiva de las perspectivas económicas. La mejora de la confianza de los inversores se tradujo también en los diferenciales entre la deuda pública de la zona del euro y los bonos alemanes. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija volvió a disminuir en la zona del euro y aumentó levemente en Estados Unidos.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

**IMPACTO DE LA PRIMERA OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO CON VENCIMIENTO A UN AÑO**

El 24 de junio de 2009, en el contexto de las medidas adoptadas en apoyo del crédito, el Eurosistema realizó su primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Esta medida tiene por objeto mejorar la situación de liquidez de las entidades de crédito a un plazo más largo, impulsando una reducción adicional de los diferenciales de rendimientos a plazo en el mercado monetario y, al mismo tiempo, animar a las entidades a mantener e incrementar el crédito que se concede a la economía real. Esta medida es plenamente acorde con las adoptadas desde octubre del 2008, centradas fundamentalmente en las entidades de crédito, la principal fuente de crédito de la economía de la zona del euro. En la primera OFPML a un año, la liquidez proporcionada al sistema bancario de la zona del euro alcanzó un volumen de adjudicación récord, 442 mm de euros, a un tipo de interés fijo del 1%. Este importe excepcional representa aproximadamente el 1,4% de los activos totales de las entidades de crédito de la zona del euro a junio del 2009 y refleja fundamentalmente la demanda actual de las entidades de liquidez a plazos más largos. Dado que esta operación a un año ha contribuido a reducir el riesgo de liquidez que afrontan las entidades de crédito, cumple una de las condiciones necesarias para que las entidades incrementen su provisión de crédito.

La operación a un año generó un elevado superávit de liquidez en el momento de su adjudicación, lo que, a su vez, debería favorecer la expansión del crédito mediante la reducción de los riesgos de liquidez que afrontan las entidades de crédito. Tras registrar un máximo en enero del 2009, el superávit de liquidez de las entidades, es decir, la diferencia entre el volumen total de las operaciones vivas y las necesidades reales de liquidez del sistema (calculadas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas), casi desapareció en el primer semestre de este año, antes de volver a aumentar hasta alcanzar un nuevo máximo tras la operación a un año del 24 de junio. El hecho de que se haya proporcionado a las entidades de crédito elevados volúmenes de liquidez a un año a un tipo de interés favorable les permite acumular reservas de liquidez para hacer frente a posibles perturbaciones de carácter negativo sobre la liquidez durante el plazo de vencimiento de la operación. A su vez, esto contribuye a aumentar la confianza, incrementando con ello la disposición de las entidades de crédito a prestar fondos a la economía real.

El hecho de que esta reserva de liquidez se mantenga, en su mayor parte, en la facilidad de depósito, no afecta a su impacto de mejora de la confianza ante un aumento de los riesgos de liquidez. El recurso a la facilidad de depósito se vincula mecánicamente al superávit de liquidez, siempre que la facilidad de depósito se remunere a un tipo superior al 0%<sup>1</sup>. Inmediatamente después de la operación, dada la duración de los procesos de aprobación de los créditos y el carácter retardado de las exigencias de reservas, las entidades de crédito depositaron el superávit de liquidez en la facilidad de depósito. El recurso a esta facilidad para acomodar las variaciones del superávit de liquidez es, por su naturaleza, mucho más inmediato que el proceso de iniciar una expansión del crédito. Incluso si las entidades utilizan estos fondos adicionales para incrementar el crédito a la economía real con rapidez, mientras estos fondos acaben en entidades ubicadas dentro del sistema bancario de la zona del euro, el superávit de liquidez se mantendrá y seguirá siendo necesario depositar los fondos diariamente en el Eurosistema. En cambio, a más largo plazo, cabe esperar que las entidades concedan

1 En lugar de recurrir a la facilidad de depósito, las entidades podrían colocar estos fondos en sus cuentas corrientes, con lo que cumplirían sus exigencias de reservas o incrementarían el exceso de reservas. Actualmente, los fondos colocados en la facilidad de depósito se remuneran a un tipo de interés del 0,25%, y los utilizados para cumplir las exigencias de reservas mínimas al tipo de las operaciones principales de financiación (actualmente el 1%). En cambio, el exceso de reservas en las cuentas de las entidades de crédito no se remunera.

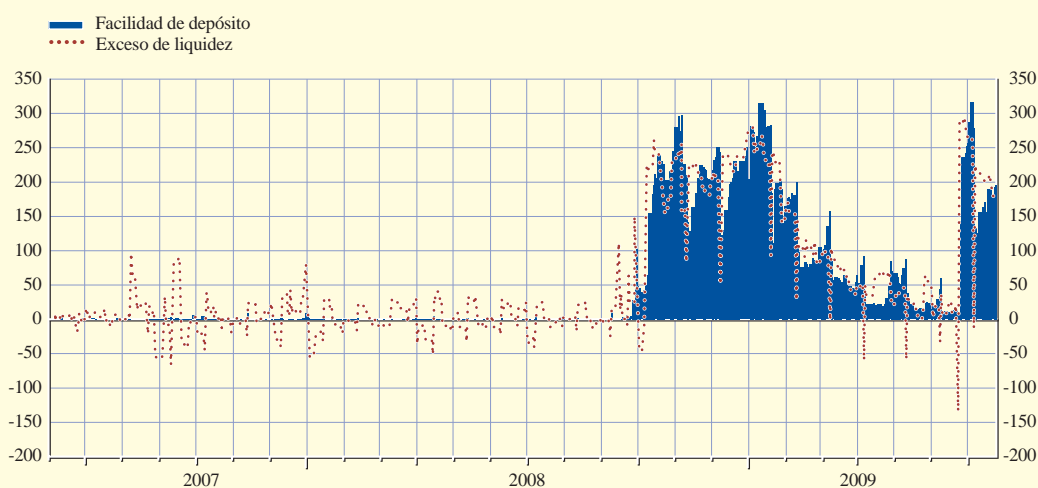
crédito a la economía y, al mismo tiempo, creen depósitos sujetos al cumplimiento de las exigencias de reservas. De este modo, la base de reservas aumentará gradualmente y, a igualdad de otros factores, provocará una disminución del superávit de liquidez. No obstante, esto depende de un amplio conjunto de determinantes económicos, así como de consideraciones relacionadas con el negocio de las entidades de crédito. Al igual que un aumento del crédito no necesariamente conlleva un menor recurso a la facilidad de depósito, una disminución de la utilización de este recurso no necesariamente se traduce en un incremento del crédito a las empresas y a los hogares, ya que puede reflejar otros ajustes de los niveles de liquidez de las entidades de crédito.

Por tanto, la evolución del balance de las entidades de crédito debe ser objeto de atento seguimiento, con el fin de obtener indicaciones sobre la forma en que se utiliza la liquidez facilitada por el Eurosistema. Hasta la fecha se ha observado que las cantidades depositadas en el Eurosistema a través de la facilidad de depósito han evolucionado de manera acorde con la magnitud del superávit de liquidez en el período posterior al desplome de Lehman Brothers, y han aumentado notablemente después de la operación a un año realizada en junio (véase gráfico).

En resumen, la predisposición de las entidades de crédito a prestar fondos a la economía real no depende del importe del superávit de liquidez sino, más bien, de la medida en que se produzca una reducción asociada del riesgo de liquidez, con unos mercados que tengan la seguridad de que se dispondrá de liquidez en abundancia durante el plazo de vencimiento de la operación en cuestión. En este sentido, la operación a un año realizada el 24 de junio debería contribuir a que las entidades concedan más préstamos a la economía real, pese al hecho de que, a nivel agregado, el exceso de liquidez generado mediante esta operación parezca, por el momento, haber sido absorbido diariamente por la facilidad de depósito.

### Recurso a la facilidad de depósito y exceso de liquidez

(mm de euros)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: El exceso de liquidez se calcula como la diferencia entre el volumen de las operaciones vivas de liquidez del Eurosistema y las necesidades de liquidez (medidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas).



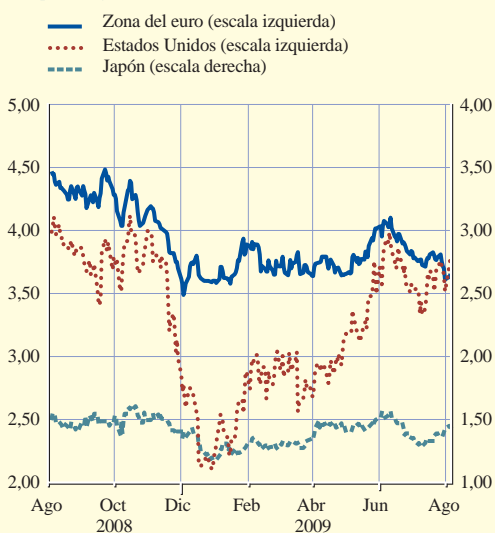
En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años se redujo unos 20 puntos básicos entre finales de junio y el 5 de agosto, fecha en la que situó en el 3,7%. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se elevó unos 20 puntos básicos, hasta situarse en el 3,8% (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en torno a -10 puntos básicos. La evolución de los mercados de renta fija durante la mayor parte del mes de julio se caracterizó por una menor aversión al riesgo y una valoración más positiva de las perspectivas económicas. Al mismo tiempo, la mejor situación del mercado de renta fija de la zona del euro se reflejó también en la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, que siguió disminuyendo, hasta alcanzar niveles que no se registraban desde el verano del 2008. Por el contrario, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos aumentó en julio, invirtiendo la tendencia descendente observada en junio.

En las dos primeras semanas de julio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro descendió y los mercados de renta variable estuvieron sometidos a presiones a la baja. A mediados de julio la confianza de los inversores mejoró, al considerar los participantes en el mercado que la recesión económica y la crisis financiera podían haber tocado fondo. Sin embargo, hacia finales de mes, la publicación de algunos datos de la zona del euro, tales como el avance del IAPC, M3 y las tasas de utilización de la capacidad productiva, generó cierta presión a la baja sobre el rendimiento.

El patrón de rendimiento de los bonos estadounidenses en el mes de julio fue, en general, similar al de la zona del euro. Sin embargo en la última semana del mes la mayor tolerancia al riesgo que se venía observando en el mercado estadounidense se redujo, tras la publicación de datos contradictorios sobre la economía de Estados Unidos y ante la fuerte caída de los mercados de renta variable chinos (véase sección 2.6). Con todo, esta tendencia se invirtió rápidamente en los primeros días de

**Gráfico 11 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(en porcentaje; datos diarios)

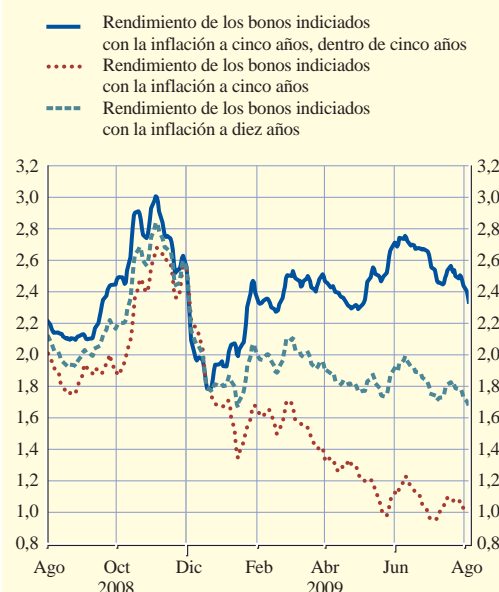


Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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.

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

agosto y el rendimiento se situó finalmente unos 20 puntos básicos por encima del nivel de finales de junio.

El aumento de la tolerancia al riesgo favoreció también a las emisiones de deuda soberana de la zona del euro con calificación crediticia más baja, impulsando, por ejemplo, la demanda de bonos italianos y griegos. En consecuencia, los diferenciales de deuda pública a diez años con respecto a los bonos alemanes se estrecharon considerablemente en el transcurso de julio. Los diferenciales de deuda pública de Irlanda, Grecia y Portugal se estrecharon unos 70, 60 y 40 puntos básicos, respectivamente, entre finales de junio y el 5 de agosto. Los diferenciales de deuda pública a diez años de Francia y Países Bajos frente a los bonos alemanes volvieron a aproximarse a los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008.

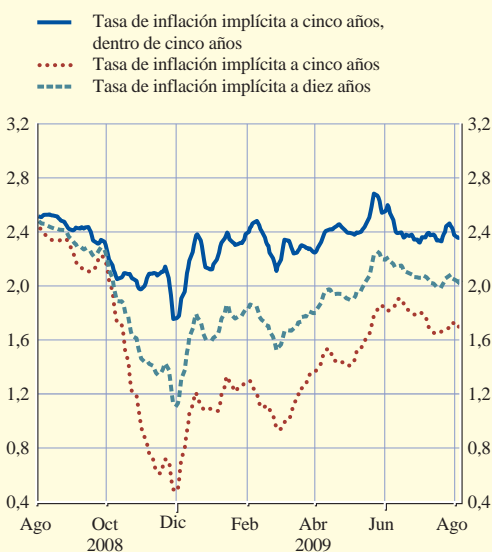
El rendimiento a cinco años de los bonos a largo plazo indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en el 1% en julio, mientras que el rendimiento real a diez años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7% el 5 de agosto (véase gráfico 12). En consecuencia, el rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años se redujo unos 30 puntos básicos, situándose en el 2,3% el 5 de agosto.

Por lo que se refiere a las expectativas de inflación extraídas de datos de los mercados financieros, la tasa de inflación implícita *spot* a diez años de la zona del euro no experimentó cambios, manteniéndose en el 2%. Sin embargo, la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años disminuyó unos 10 puntos básicos, hasta el 1,7% (véase gráfico 13). Así pues, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se mantuvo sin variaciones en el 2,3% el 5 de agosto. Al mismo tiempo, la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* indicados con la inflación permaneció, en general, estable en torno al 2,6%.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el

**Gráfico 13 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro**

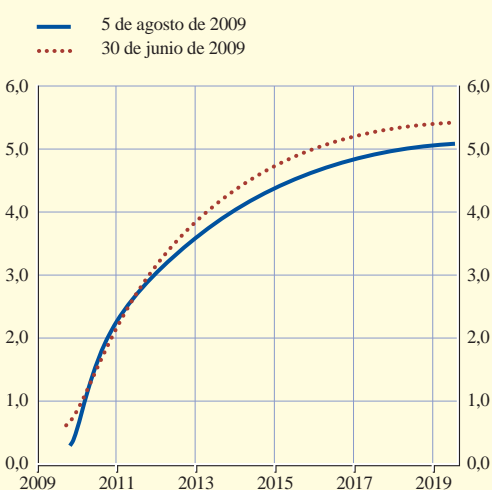
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 14 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).

Notas: 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.

comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14). A finales de julio la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se aplanó ligeramente con respecto a finales de junio, tras la publicación de algunos indicadores económicos algo más desfavorables de lo previsto.

Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose en julio, volviendo, en algunos casos, a los niveles observados antes de la quiebra de Lehman Brothers. La tendencia a mostrar una menor aversión al riesgo y las mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas, que caracterizaron el segundo trimestre del 2009, prosiguieron en julio. Una vez más, ello fue reflejo, en particular, del estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y de los valores de grado especulativo.

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

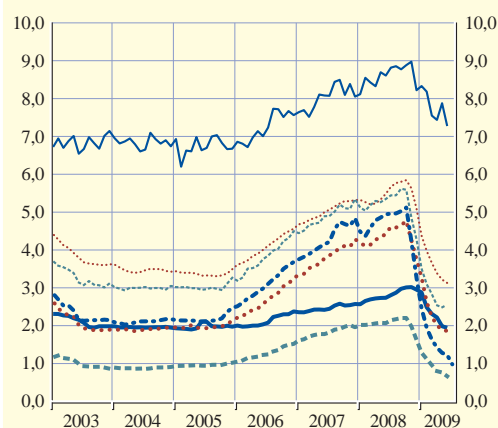
*En junio del 2009, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras volvió a disminuir ligeramente. La tendencia a la baja de estos tipos iniciada en noviembre del 2008 es acorde con los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y las consiguientes reducciones de los tipos de interés del mercado monetario y de los rendimientos de los bonos durante este período, con una transmisión cuya magnitud es acorde, en general, con patrones anteriores.*

En junio del 2009, la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los nuevos préstamos y depósitos se situó en niveles inferiores a los observados el mes anterior, reflejando la continuidad de la transmisión del considerable recorte de los tipos del mercado monetario registrada desde noviembre del 2008 (véase gráfico 15). Mientras que, en junio del 2009, la mayoría de los tipos aplicados a los depósitos a corto plazo se redujo algo menos que el EURIBOR a tres meses, con la excepción de los tipos aplicados a los grandes préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras que, en promedio, aumentaron ligeramente, la mayor parte de los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo descendió algo más que el EURIBOR a tres meses. En general, los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM con respecto a los tipos a corto plazo del mercado monetario continuaron siendo amplios, pero es de esperar que se reduzcan a medida que eventualmente se transmitan las variaciones en los tipos de interés de mercado (véase gráfico 16).

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

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

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



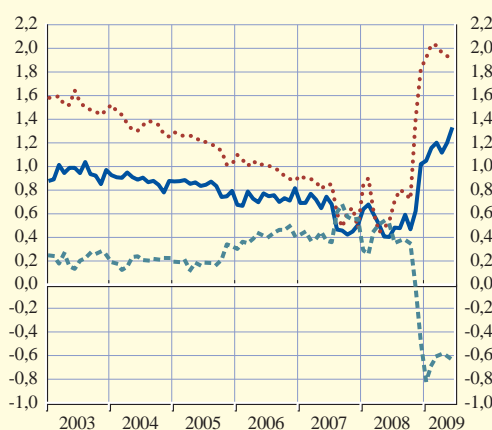
Fuente: BCE.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el EURIBOR a tres meses cayó 389 puntos básicos entre octubre del 2008 y junio del 2009, en comparación con unos descensos de 271 puntos básicos en el caso de los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin período inicial de fijación del tipo de interés y un período inicial de fijación inferior o igual a un año, y de entre 290 y 300 puntos básicos en el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras con condiciones similares. Por tanto, teniendo en cuenta la inercia habitual que se produce en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades a su clientela y la elevada prima de riesgo de crédito asociada a la preocupación existente respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios, así como a la incertidumbre en torno a la renta y a la capacidad para atender las obligaciones de pago, la evolución más reciente tiende a confirmar que los recortes de los tipos de interés oficiales están repercutiendo en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y a los depósitos más o menos en la misma medida que en el pasado. En el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», publicado en este Boletín Mensual, figura un análisis más profundo del ajuste de los tipos de interés aplicados por las IFM en las circunstancias actuales.

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

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

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



Fuente: BCE.

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, los aplicados a los depósitos a largo plazo de los hogares se redujeron 13 puntos básicos en junio del 2009, mientras que los tipos a largo plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos por importe reducido a las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron ese mes. En cambio, en junio del 2009, los tipos aplicados a los grandes préstamos a largo plazo disminuyeron unos 30 puntos básicos, frente a un ligero aumento de los rendimientos de la deuda pública a cinco años registrado ese mes.

Desde una perspectiva a más largo plazo, la persistente tendencia a la baja observada en la mayor parte de los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM desde mediados del 2008 debe considerarse en el contexto de los acusados descensos de los tipos de interés de mercado a largo plazo. Por ejemplo, en junio del 2009, el rendimiento de la deuda pública a cinco años se situaba 161 puntos básicos por debajo del nivel observado en junio del 2008, mientras que, en ese mismo período, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras y de los hogares disminuyeron 193 y 99 puntos básicos, respectivamente. Entre mediados del 2008 y junio del 2009, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos por importe reducido o por importe elevado a las sociedades no financieras experimentaron un descenso de 94 y 184 puntos básicos, respectivamente. En cambio, los tipos de los préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda (con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años) sólo se redujeron 57 puntos básicos en ese mismo período, lo que apunta a una considerable ampliación del diferencial de crédito para esta

categoría de préstamos. En general, esta evolución podría ser consecuencia, por un lado, del retraso habitual que se produce en el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela a las variaciones de los tipos de mercado y, por otro, a cierta ampliación de las primas de riesgo de crédito a la vista de la desaceleración económica actual.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Entre febrero y junio del 2009, ambas medidas prácticamente no se modificaron. Esto se debe al hecho de que las entidades han trasladado en un grado similar las reducciones recientes de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y créditos concedidos a su clientela. No obstante, actualmente, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos se sitúa bastante por debajo de los niveles registrados antes de las turbulencias financieras. La reducción de estos diferenciales puede deberse, en particular, a que, en el contexto de la crisis, las entidades de crédito tienden a ofrecer tipos de interés más elevados por los depósitos con el fin de conseguir que su clientela invierta en este tipo de instrumentos para sustituir a la financiación en los mercados mayoristas. Al mismo tiempo, evidencia procedente de informes empresariales muestra que, recientemente, algunas entidades han logrado generar considerables ingresos de otras líneas de negocio.

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

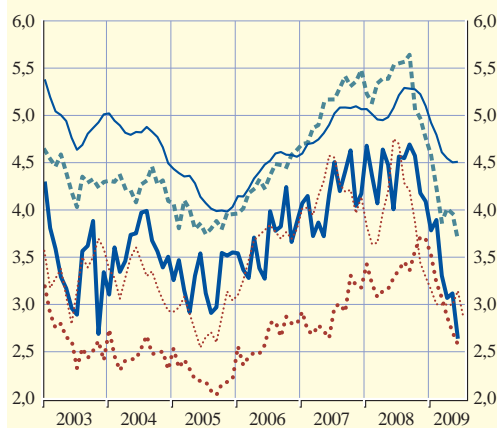
*En el transcurso del mes de julio, los precios de las acciones se elevaron en los mercados mundiales, alcanzando los valores más altos del año, como resultado de anuncios favorables de beneficios y de una valoración más positiva de las perspectivas económicas. Las cotizaciones bursátiles subieron de forma generalizada en todos los sectores. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable siguió disminuyendo a ambos lados del Atlántico.*

Entre finales de junio y el 5 de agosto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice amplio Dow Jones EURO STOXX, ganaron un 11%, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron un 9%, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron un 4% (véase gráfico 18). La evolución reciente de los mercados de valores mundiales estuvo determinada por anuncios favorables de beneficios para el segundo trimestre del 2009 en Estados Unidos, por una valoración más positiva de las perspectivas económicas por parte del Comité de Operacio-

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

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

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



Fuente: BCE.



nes de Mercado Abierto de la Reserva Federal y por datos de crecimiento del PIB de China mejores de lo previsto en el segundo trimestre del 2009. La incertidumbre a corto plazo de los mercados, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, siguió disminuyendo a ambos lados del Atlántico, alcanzando niveles que no se observaban desde el verano del 2008 (véase gráfico 19).

Tras los datos poco alentadores registrados a principios de julio, la publicación de datos macroeconómicos más positivos, unida a la mejora de las expectativas respecto a la actividad económica, contribuyó a la recuperación de los precios de las acciones observada a partir de la segunda semana del mes. Esta tendencia al alza se interrumpió sólo brevemente hacia finales de mes, tras la publicación de algunos datos económicos y ante la fuerte caída de los mercados de valores chinos. Las cotizaciones bursátiles se recuperaron de forma generalizada en todos los sectores. En la zona del euro, los precios de las acciones subieron un 14% en el sector financiero y un 8% en el sector no financiero, lo que concuerda con la evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos, donde aumentaron un 17% en el sector financiero y un 8% en el sector no financiero.

Los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas de la zona del euro continuaron registrando un escaso crecimiento en julio. La tasa de crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX descendió al -36,9% en julio, desde el -35,9% de junio. Sin embargo, según las previsiones el crecimiento de los beneficios por acción esperado para los próximos doce meses se elevará al 2,2%, desde el -1,2% de junio. Por primera vez desde el verano del 2008, el crecimiento de los beneficios por acción esperado para los próximos doce meses ha mostrado una tendencia positiva tanto en el sector financiero como en el no financiero. Al mismo tiempo, la ratio precio-beneficio de la zona del euro se mantuvo ligeramente por debajo de su media histórica.

Gráfico 18 Índices bursátiles

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

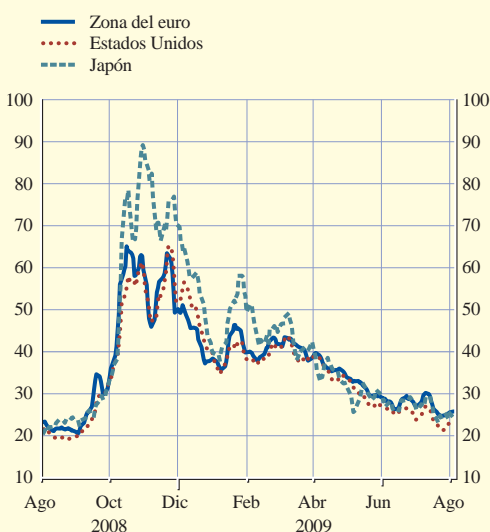


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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



**CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO HASTA EL PRIMER TRIMESTRE DEL 2009**

Las cuentas integradas de la zona del euro publicadas el 30 de julio de 2009 ofrecen información completa y homogénea sobre los ingresos, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de todos los sectores de la economía de la zona del euro hasta el primer trimestre del 2009<sup>1</sup>, y muestran cómo los agentes económicos han reaccionado ante la acusada contracción de la actividad provocada por la intensificación de la crisis financiera y el aumento asociado de la incertidumbre desde septiembre del 2008. En relación con otras fuentes de datos, las cuentas de la zona del euro presentan tres ventajas principales. En primer lugar, incluyen información adicional a la que proporcionan otras estadísticas, principalmente sobre los sectores privados no financieros (hogares y sociedades no financieras). En segundo lugar, contienen información homogénea para cada uno de los sectores institucionales tomados en su conjunto, integrando las cuentas financieras y no financieras. En tercer lugar, presentan los datos en un marco común, lo que permite ampliar el ámbito para el análisis de las interacciones entre las variables financieras y de la economía real y entre los sectores institucionales<sup>2</sup>.

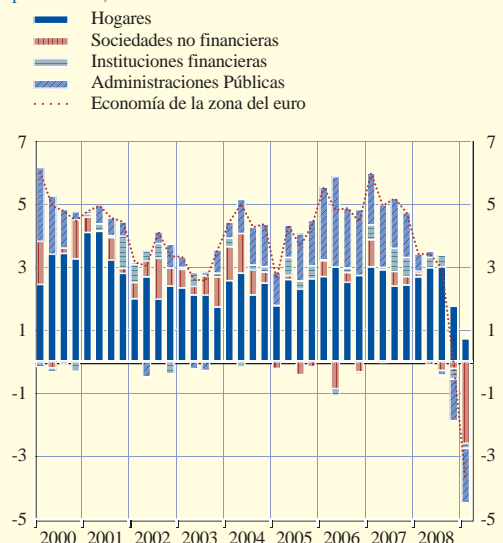
Tras la moderada desaceleración cíclica observada en la producción y en la renta hasta el verano del 2008, la economía de la zona del euro experimentó una contracción de la actividad excepcionalmente pronunciada en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, cuando la renta disponible de la zona del euro en su conjunto registró la mayor reducción anual, en términos nominales, nunca vista, que afectó a todos los sectores y, principalmente al sector de las sociedades no financieras (véase gráfico A).

**Evolución de los sectores institucionales**

En el primer trimestre del 2009, el crecimiento de la renta nominal de los *hogares* descendió nuevamente, siguiendo la senda de rápida desaceleración iniciada en el último trimestre del 2008. La pronunciada contracción del crecimiento de la remuneración de los asalariados (y de las rentas de los trabajadores autónomos) se vio mitigada, en cierto modo, por el importante efecto neto positivo de las transferencias sociales y por el sustancial aumento de los intereses netos recibidos (que reflejan un descenso mayor en los intereses pagados que en los intereses recibidos). Aunque la nueva e importante desaceleración observada en el deflactor del consumo respaldaba el crecimiento de la renta disponible real, el empeoramiento de las perspectivas de empleo, así como los efectos adversos sobre la confianza asociados a unos mercados de la vivien-

**Gráfico A Renta disponible bruta de la zona del euro – contribución por sectores**

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1 Estos datos pueden encontrarse en la web del BCE, en <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.  
 2 Para una introducción a las cuentas integradas de la zona del euro, véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2007.

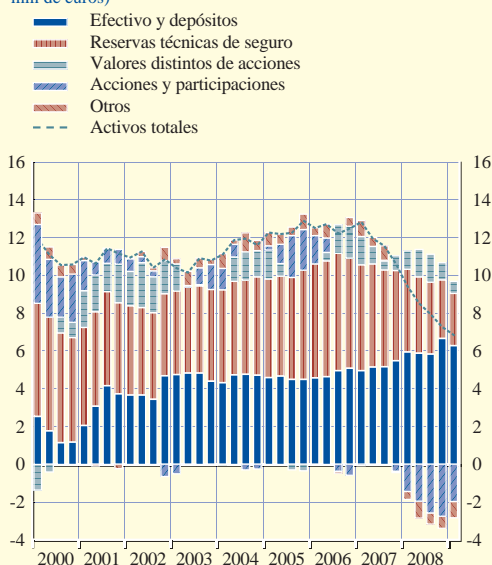
da más débiles y a otra caída pronunciada de la riqueza financiera neta de los hogares (principalmente debido a pérdidas de valor de las carteras de acciones), provocaron una disminución más intensa del consumo real (que cayó un 1,3%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009) y un nuevo y marcado incremento del ahorro (cuya composición se encuentra dominada estructuralmente por los hogares más ricos). Por lo tanto, la tasa de ahorro de los hogares volvió a aumentar notablemente, hasta el 14,8%, en el primer trimestre del 2009 (en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), 1 punto porcentual por encima del año anterior, de modo que retornó al máximo registrado en 2002-2003. Este hecho, asociado a la caída de la inversión de los hogares en capital (principalmente en vivienda), generó un nuevo e importante incremento de su capacidad de financiación<sup>3</sup> y redujo su necesidad de contraer préstamos. Por el lado de los activos financieros se mantuvo la fuerte incertidumbre, que dio lugar a una preferencia por la liquidez, esto es, por el efectivo y los depósitos, a una reducción de las tenencias de activos de más riesgo (acciones) y a una disminución de la acumulación de activos menos líquidos (reservas técnicas de seguros) véase gráfico B.

Como consecuencia de la pronunciada contracción de la actividad y del rápido descenso de la inflación en el primer trimestre del 2009, el valor añadido en términos nominales de las *sociedades no financieras* cayó de forma acusada (un 5%, en tasa interanual). Su excedente bruto de explotación también se redujo sustancialmente, ya que la remuneración de los asalariados no se ajustó tan rápidamente como la actividad, pese a los considerables esfuerzos realizados para contener los costes laborales. El ahorro de las sociedades no financieras, que se había mantenido en el cuarto trimestre del 2008, cayó bruscamente. En el contexto de reducción de la demanda mundial, de descenso de la utilización de la capacidad productiva y de persistencia del endurecimiento de las condiciones de financiación, el crecimiento interanual de la formación bruta de capital de estas sociedades se contrajo notablemente (un 15,6%, en comparación con un aumento del 6,5% en el tercer trimestre del 2008). Aún así, la necesidad de financiación de las sociedades no financieras se incrementó nuevamente en el primer trimestre del 2009 (en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), pues el efecto negativo de la recesión sobre los márgenes contrarrestó la reducción de las inversiones. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, y su composición varió. La contracción neta de préstamos se situó en niveles muy bajos en el primer trimestre del 2009 (31 mm de euros, frente a 156 mm de euros en el año anterior), reflejando en gran medida el impacto de las amortizaciones netas de préstamos a corto plazo por la menor necesidad de capital circulante, debido, sobre todo, a la disminución de las existencias. Por el contrario, la emisión de valores distintos de acciones repuntó en el primer trimestre del 2009, recuperándose fuertemente tras la completa paralización observada en el merca-

3 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, es decir, mide el exceso del ahorro y de las transferencias de capital netas recibidas respecto a la inversión de capital (capacidad de financiación) o lo contrario (necesidad de financiación). También es el saldo de la cuenta financiera, pues mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las transacciones con pasivos. En el gráfico C se presenta la capacidad/necesidad de financiación por sectores, en porcentaje del PIB.

Gráfico B Inversión financiera de los hogares

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



Fuente: BCE.

do de valores a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. La reapertura de este mercado, aunque a tipos de interés más elevados, proporcionó un atractivo sustituto a la financiación bancaria; por su parte las entidades de crédito prefirieron intermediar emisiones a cambio de una comisión, en lugar de aumentar los activos de su balance. El dinamismo de la actividad emisora probablemente reflejaba también una creciente necesidad de financiación por parte de las empresas que habían retrasado la emisión de valores distintos de acciones en la primera parte del 2008 o que habían tratado de obtener condiciones de financiación más favorables en el mercado de renta fija privada. Del mismo modo, la emisión de acciones cotizadas también se recuperó. Al mismo tiempo, las sociedades no financieras volvieron a reducir sus compras netas de acciones cotizadas en el primer trimestre del 2009 y continuaron recortando sus reservas de liquidez, al seguir desacelerándose la acumulación de depósitos, mientras que el ritmo de desinversión de valores distintos de acciones y de participaciones en fondos de inversión se ralentizó.

El nuevo y rápido deterioro de las cuentas de las *Administraciones Públicas* fue consecuencia, principalmente, del efecto de los estabilizadores automáticos, con un aumento del crecimiento del gasto en prestaciones sociales, un acusado descenso del crecimiento de las cotizaciones sociales, una caída de los impuestos indirectos y una reducción de los impuestos directos sobre los hogares y las sociedades no financieras. Los Tesoros Públicos siguieron incrementando considerablemente la emisión de deuda en el primer trimestre del 2009, con el fin de financiar no sólo los déficit existentes, sino también las adquisiciones de activos a gran escala (préstamos, valores distintos de acciones y acciones no cotizadas) llevadas a cabo en el contexto de las medidas de rescate financiero (en torno a 190 mm de euros, solamente en el cuarto trimestre) y de una masiva acumulación de efectivo. Esta creciente emisión neta de valores distintos de acciones fue absorbida por la intensificación de las compras efectuadas por las IFM, que buscaban inversiones seguras, más que directamente por los hogares, mientras que los no residentes continuaron siendo, asimismo, grandes compradores de estos valores.

La renta disponible de las *instituciones financieras* se contrajo, con menos rapidez que en el cuarto trimestre del 2008, aunque se mantuvo en niveles elevados. Este descenso se debió, principalmente, a la reducción de los intereses netos obtenidos, mientras que el excedente bruto de explotación creció notablemente, reflejando este último un aumento de los márgenes bancarios derivados de los depósitos y de los préstamos (que, según las convenciones de las cuentas nacionales, no se registran como «interés», sino como «producto», formando parte, por tanto, del valor añadido) y una caída de la remuneración de los asalariados. En un contexto de continuidad de las presiones para el desapalancamiento, la expansión trimestral de sus balances se redujo considerablemente (al menos 100 mm de euros en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, frente al aumento de más de 1 billón de euros por trimestre durante el anterior período de apalancamiento), y provocó un desplazamiento hacia activos más seguros, con adquisiciones masivas de deuda pública y reducción general de las exposiciones transfronterizas

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

La renta disponible bruta de la zona del euro, en términos nominales, cayó un 3,8%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009 (frente al -0,1% del cuarto trimestre del 2008 y al 3% del tercer trimestre del mismo año), en el contexto de una acusada contracción del PIB nominal. La renta disponible de las sociedades no financieras, que hasta entonces se había mantenido, se redujo un 22,9%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009 (frente a un -2,9% en el cuarto trimestre del 2008). El crecimiento de la renta de los hogares siguió desacelerándose, y el crecimiento interanual se situó en el 1,1% (frente al 2,7% del cuarto trimestre del 2008 y al 4,7% del tercer trimestre). La renta disponible bruta de las *Administraciones Públicas* cayó de nuevo de forma pronunciada: un 8,6%, en tasa interanual, en el primer trimestre del 2009,

frente a un -5,2% en el cuarto trimestre del 2008. La renta disponible bruta de las instituciones financieras también se redujo en términos interanuales en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico A).

La contracción observada en el ahorro bruto de la zona del euro en su conjunto se aceleró de manera espectacular en el primer trimestre del 2009 (un -18,8%, en tasa interanual, frente al -7,6% en el cuarto trimestre del 2008), con un acusado descenso del ahorro de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras (de, aproximadamente, la misma magnitud) compensando con creces el aumento del ahorro de los hogares. La formación bruta de capital fijo en la zona del euro, que había empezado a caer bruscamente, en términos interanuales, en el cuarto trimestre del 2008, se contrajo con más rapidez en el primer trimestre del 2009 (un 10,6%). La inversión en capital retrocedió en el caso de los hogares (inversión residencial y formación de capital de empresas sin personalidad jurídica propia, -11,6% en el año transcurrido hasta el primer trimestre del 2009) y de las sociedades no financieras (-12,8%, frente al -4,9% del cuarto trimestre del 2008 y al 5,8% del tercer trimestre del 2008).

Al contraerse el ahorro más que la inversión en capital, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro se deterioró una vez más, hasta registrar un déficit del 1,4% del PIB en el primer trimestre del 2009, en términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres. La evolución en el último año y medio se debió, en la misma medida, al deterioro de la balanza comercial y a la reducción de las rentas de la propiedad recibidas. Desde un punto de vista sectorial, la tendencia negativa de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro refleja el pronunciado incremento de la necesidad de financiación del sector público, que fue superior al aumento registrado en la de capacidad de financiación de los hogares (véase gráfico D).

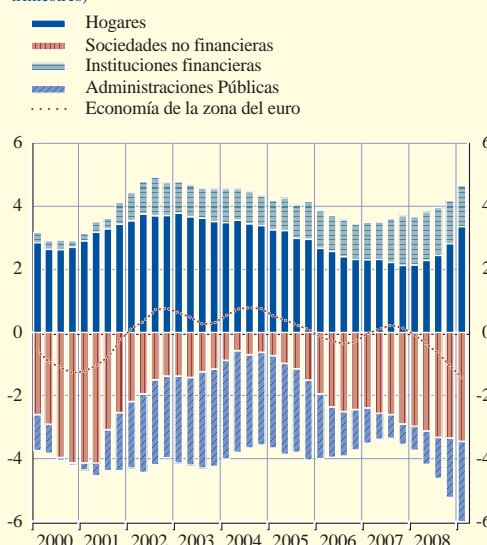
Así pues, la zona del euro mostró de nuevo una necesidad de financiación. Las prolongadas turbulencias financieras provocaron una desaceleración considerable de las operaciones transfronterizas en términos brutos en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009. Como las relaciones interbancarias internacionales se vieron afectadas gravemente por la insolvencia de Lehman Brothers, se registraron sustanciales reembolsos de los depósitos interbancarios, tras las elevadas entradas netas (es decir, las entradas menos las salidas) observadas en los tres trimestres anteriores. El aumento de las entradas netas de fondos a través de valores distintos de acciones compensó la reducción significativa de las entradas netas de depósitos. Además, se registraron en la zona del euro salidas anuales netas de fondos mediante acciones y participaciones (sobre todos, de acciones cotizadas) y préstamos.

### Financiación de los sectores no financieros y mercados financieros

Tras el repunte observado de la tasa de crecimiento de la financiación total de los sectores no financieros en el cuarto trimestre del 2008, debido a que las

**Gráfico C Capacidad/necesidad de financiación en la zona del euro**

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Administraciones Públicas emitieron deuda de forma muy activa, dicha tasa retomó su senda de moderación gradual, a medida que la financiación no pública siguió reduciéndose<sup>4</sup>. Por el lado de la inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por los sectores no financieros también disminuyó, tras la recuperación impulsada por los Gobiernos que se produjo en el cuarto trimestre del 2008.

Desde la perspectiva de los distintos instrumentos, en el mercado de valores distintos de acciones se observó un nuevo y espectacular incremento de la emisión neta por parte de las Administraciones Públicas. Las IFM adquirieron elevados importes netos de valores distintos de acciones (sobre todo de deuda pública), mientras que sus emisiones netas continuaron siendo negativas por segundo año consecutivo. Las sociedades no financieras también aumentaron sus emisiones netas. El resto del mundo incrementó sus compras netas, al tiempo que se redujeron las compras de los hogares y de las empresas de seguros y fondos de pensiones. En el mercado de fondos de inversión, las amortizaciones netas se aceleraron (sobre todo de las participaciones en fondos de inversión no monetarios). En el mercado de acciones cotizadas, se reanudó la emisión neta por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras. Las sociedades no financieras disminuyeron sus compras, y los hogares y el resto del mundo suspendieron sus ventas masivas, mientras que las IFM siguieron vendiendo tenencias de acciones cotizadas

#### La dinámica de los balances financieros estuvo dominada por pérdidas de valor de las carteras

Los movimientos observados en los balances financieros estuvieron dominados con frecuencia por cambios de valoración, es decir, por pérdidas o ganancias en los últimos trimestres. En concreto, la caída del precio de las acciones en todo el mundo tuvo un impacto negativo sobre la riqueza financiera neta<sup>5</sup> de los hogares, por un importe acumulado de 1,1 billones de euros en el año transcurrido hasta el primer trimestre del 2009. En el gráfico D se presentan las contribuciones de las operaciones financieras (es decir, la capacidad/necesidad de financiación) y de otros flujos económicos (principalmente, pérdidas o ganancias en las carteras) a la variación de la riqueza financiera neta de los hogares. Los cambios de valoración (y otros flujos) constituyen el componente más volátil de la variación de la riqueza financiera neta. Al mismo tiempo, en el mercado de renta fija, los aumentos en el precio de la deuda pública (y los efectos del tipo de cambio) durante los tres trimestres más recientes se tradujeron en considerables ganancias en las carteras, que compensaron las importantes pérdidas registradas en las tenencias de «activos tóxicos» en poder de las instituciones financieras<sup>6</sup>.

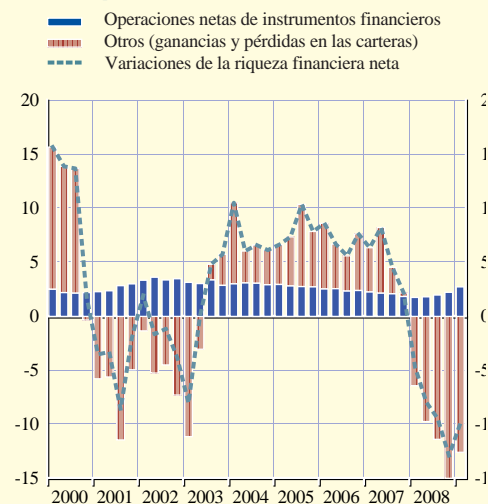
4 La tasa de crecimiento interanual de la financiación total de las cuentas integradas de la zona del euro es más moderada que la tasa de crecimiento de la financiación a los distintos componentes que se obtiene a partir de las estadísticas monetarias y bancarias y de las estadísticas de emisiones de valores, del BCE, debido a una diferente cobertura y a otras diferencias metodológicas.

5 Definida como la diferencia entre activos financieros y pasivos.

6 En lo que respecta a los préstamos, que, en el SEC 95, se valoran por el nominal, cabe observar que el deterioro del valor sólo afecta a la riqueza financiera de los acreedores cuando se reconocen como fallidos (cuando se dan de baja del balance), lo que ocurre normalmente con mucho retraso.

**Gráfico D Cambios en la riqueza financiera neta de los hogares**

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



Fuente: BCE.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro cayó desde el -0,1% de junio al -0,6% de julio. El nuevo descenso de las tasas de inflación refleja, principalmente, los efectos de base derivados de los niveles máximos alcanzados por los precios de las materias primas hace un año.

Debido a estos efectos de base se espera que las tasas de inflación interanual sigan siendo temporalmente negativas, en los próximos meses, antes de volver a valores positivos más adelante en el presente año. De cara al futuro cabe esperar que la inflación se mantenga en valores positivos y que los precios y costes evolucionen de forma moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro bajó desde el -0,1% de junio al -0,6% de julio (véase cuadro 4). Aunque no se dispone todavía del detalle de esta estimación, el nuevo descenso de la tasa de inflación refleja, principalmente, un efecto de base a la baja de los precios del componente energético, relacionado con el fuerte aumento de los precios del petróleo registrado a mediados del 2008.

El detalle de junio indica que la caída de la inflación interanual con respecto al mes anterior fue reflejo del descenso de la tasa de variación interanual de la mayor parte de los componentes del IAPC. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC disminuyó en junio hasta el -11,8%, como resultado de un efecto de base a la baja. Sin embargo, en comparación con el mes precedente, los precios de la energía se elevaron un 2,4%, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los precios del transporte y de los combustibles líquidos, en línea con el incremento de los precios del petróleo observado en mayo y junio. Por el contrario, los precios de consumo de la electricidad y, en particular, del gas siguieron bajando en mayo y junio, reflejo del efecto retardado de los anteriores descensos de los precios del petróleo.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó hasta el 0,3% en junio, desde el 0,7% de mayo, como resultado, en parte, de un efecto de base. Aunque la mayor par-

**Cuadro 4 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Feb	2009 Mar	2009 Abr	2009 May	2009 Jun	2009 Jul
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	2,1	3,3	1,2	0,6	0,6	0,0	0,1	-0,6
Energía	2,6	10,3	-4,9	-8,1	-8,8	-11,6	-11,8	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	3,3	2,4	1,6	0,7	0,3	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	2,0	1,6	1,2	1,0	1,1	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,6	.
Servicios	2,5	2,6	2,4	1,9	2,5	2,1	1,9	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,7	6,1	-1,9	-3,2	-4,8	-5,9	-6,6	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	34,6	36,5	39,0	42,8	49,5	46,5
Precios de las materias primas no energéticas	9,2	4,4	-28,8	-29,1	-23,8	-22,8	-22,7	-22,9

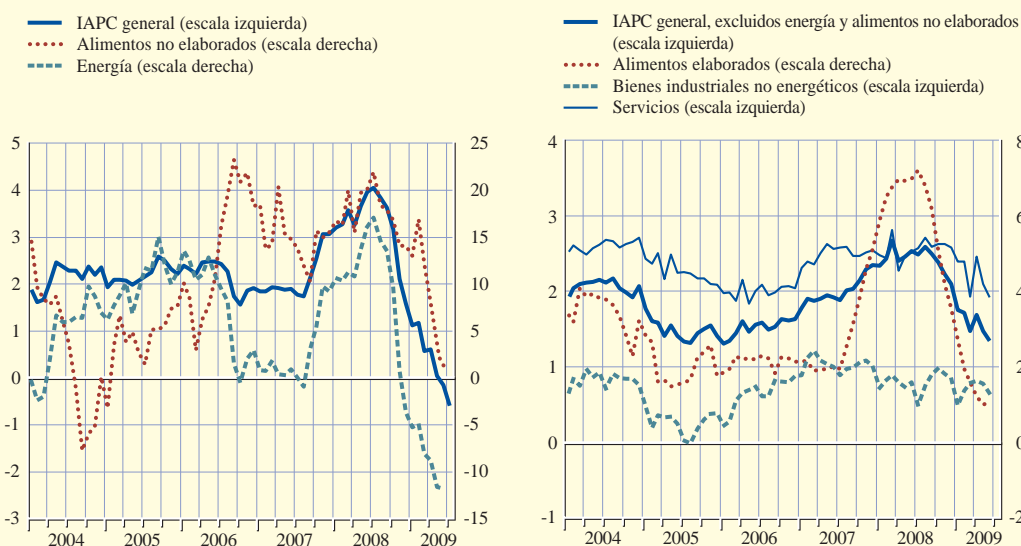
Fuentes: Eurostat, HWWI y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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



**Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

te de los subcomponentes contribuyeron a este descenso, la tasa de variación interanual de las frutas se elevó en junio. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados aumentó hasta el 1,1% en junio, desde el 1% de mayo, pese a un efecto de base a la baja y como consecuencia de la subida de los precios del tabaco. Si se excluye el tabaco, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a descender.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, se redujo en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,4%, en junio, como resultado del descenso 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 se situó en el 0,6% en junio, frente al 0,8% de mayo. Dos subcomponentes contribuyeron en mayor medida a esta evolución: los textiles y los automóviles, que tienen ambos una ponderación relativamente importante en el componente de bienes industriales no energéticos. La caída de la tasa de variación interanual de los artículos de vestir y del calzado está relacionada con los fuertes descuentos ofrecidos muy pronto en la temporada de rebajas de verano. Los precios de los automóviles han venido mostrando una tendencia a la baja desde finales del 2008, probable reflejo de una agresiva campaña de descuentos destinada a estimular la demanda de consumo. La tasa de variación interanual de los precios de los automóviles descendió al -0,6% en junio, desde el -0,2% de mayo.

La inflación en los precios de los servicios siguió disminuyendo, hasta situarse en el 1,9% en junio, frente al 2,1% de mayo. Las tasas de variación interanual de los precios de componentes relacionados con las vacaciones (vacaciones organizadas, alojamiento y transporte aéreo) y de los precios de la hostelería volvieron a bajar. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por fuertes presiones a la baja derivadas de la debilidad de la demanda de consumo y por la transmisión retardada de los anteriores descensos de los precios del petróleo y de las materias primas agrícolas.

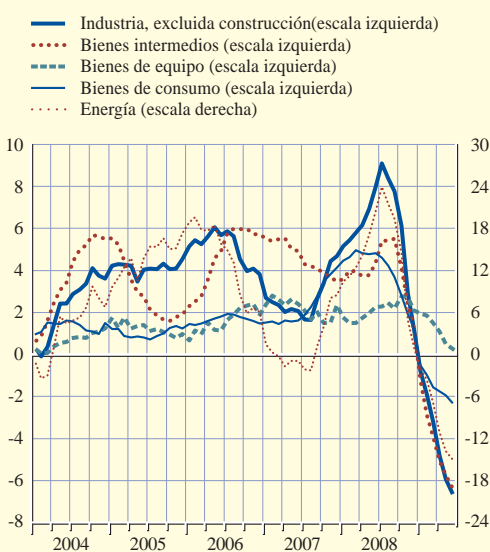
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se han vuelto a reducir en los últimos meses. La tasa de variación interanual de los precios industriales, que se había tornado negativa al inicio del año, se situó en el  $-6,6\%$  en junio, frente al  $-5,9\%$  de mayo. La tasa de variación interanual del componente energético cayó al  $-15\%$  en junio, en comparación con el  $-13,8\%$  observado en mayo, como consecuencia de un importante efecto de base a la baja. En términos intermensuales, los precios de la energía se elevaron en junio, como reflejo del aumento de los precios del petróleo. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales registró en junio una caída del  $-3,5\%$ , a la que contribuyeron todos los subcomponentes. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios disminuyó hasta el  $-6,4\%$  en junio, desde el  $-5,7\%$  de mayo, como resultado, principalmente, de un efecto de base. En las últimas fases de la cadena de producción, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo se redujeron en junio, hasta el  $0,3\%$  y el  $-2,3\%$ , respectivamente (véase gráfico 21).

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica, sin embargo, que las presiones latentes sobre los precios están disminuyendo a un ritmo más lento en el sector manufacturero y que parecen estar estabilizándose en el sector servicios (véase gráfico 22). Teniendo en cuenta su volatilidad, el índice de directores de compras relativo a los precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero volvió a subir en julio, señal de que las presiones latentes a la baja sobre los precios se están moderando, como consecuencia, probablemente, de los aumentos intermensuales de los precios de las materias primas registrados en los últimos

**Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales**

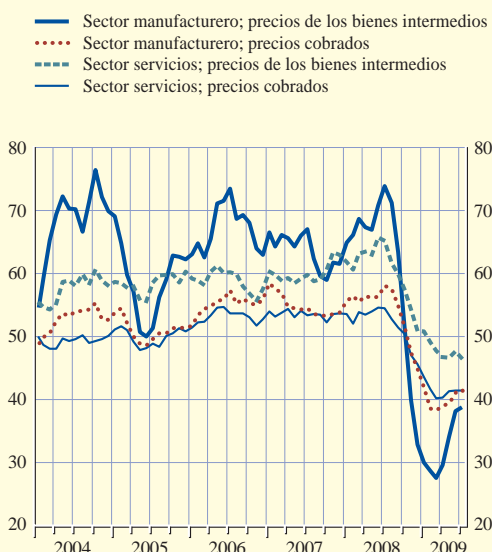
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 22 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.

### Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

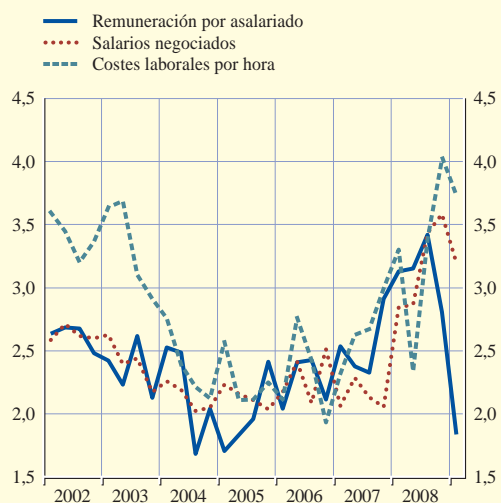
meses. En el sector servicios, los datos de julio estuvieron, en general, en línea con las observaciones de los últimos meses, confirmando así que las presiones latentes a la baja sobre los precios se están estabilizando en este sector. Al mismo tiempo, los índices de precios cobrados apenas experimentaron cambios en julio, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios. Los niveles generalmente reducidos de los precios de los bienes intermedios y de los precios de producción recogidos en las encuestas señalan que los precios están bajando en promedio, aunque a un ritmo más lento que el mes anterior.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

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

#### Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado cayó al 1,8% en el primer trimestre del 2009, desde el 2,8% del cuarto trimestre del 2008. Esta pronunciada caída fue consecuencia, principalmente, de los fuertes descensos observados en Alemania, Italia, Países Bajos y Bélgica, asociados a los horarios laborales reducidos

extensamente utilizados en estos países para recortar el número de horas trabajadas por asalariado. Por consiguiente, la intensa desaceleración de la remuneración por asalariado se debe, básicamente, a la reducción generalizada de la remuneración, como resultado del menor número de horas trabajadas por asalariado, así como a recortes de otros componentes flexibles de las remuneraciones, como las primas. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado registrada en el primer trimestre estuvo determinada, en primer lugar, por la evolución de los servicios de mercado (comercio, transporte, comunicaciones, actividades financieras y empresariales) y de la industria, excluida la construcción. Se observaron descensos más moderados en la construcción y en los servicios no de mercado.

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

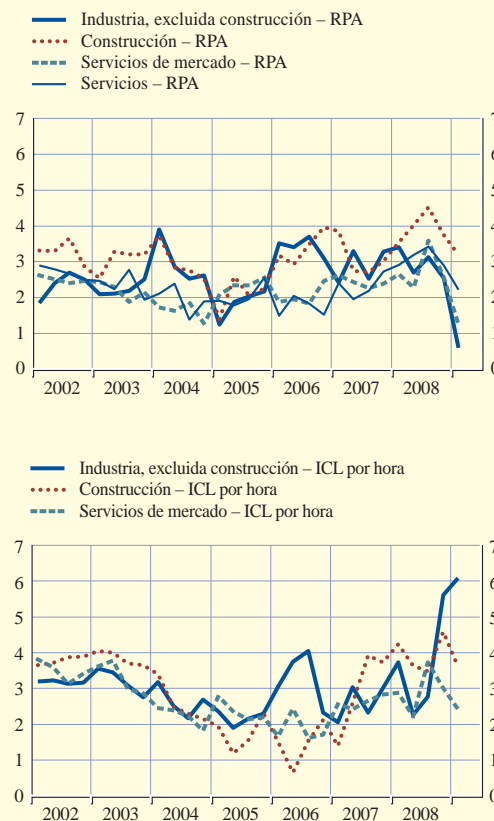
El crecimiento interanual de la productividad bajó más rápidamente, desde el -1,6% del último trimestre del 2008, hasta el -3,6% del primer trimestre del 2009, ya que el descenso del empleo fue menos acusado que la contracción de la actividad económica. A su vez, la acelerada caída de la productividad originó un marcado repunte del crecimiento de los costes laborales unitarios, desde el 4,5% del cuarto trimestre del 2008, hasta el 5,6% del primer trimestre del 2009, un nuevo máximo desde el inicio de la UEM.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán caracterizándose por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Por esta razón se espera que las tasas de inflación interanual sigan siendo negativas en los próximos meses, antes de volver a valores positivos

**Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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

más adelante en el presente año. De cara al futuro cabe esperar que la inflación se mantenga en valores positivos y que los precios y costes evolucionen de forma moderada, como resultado de la actual atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países. Los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente anclados en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) recoge una nueva revisión a la baja de las expectativas de inflación a corto plazo para el 2009 y el 2010, que se sitúan dentro de los intervalos señalados en las proyecciones macroeconómicas de junio elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro (véase recuadro 5). Las expectativas de inflación a más largo plazo se han revisado ligeramente al alza, hasta el 1,98%, desde el 1,93% de la encuesta anterior. Sin embargo, la dispersión de las previsiones de inflación a largo plazo se ha reducido de forma significativa en la última encuesta.

Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a los riesgos relacionados con las perspectivas de actividad económica y con aumentos de los precios de las materias primas mayores de lo previsto. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que habrá de llevarse a cabo en los próximos años.

#### Recuadro 5

##### RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL TERCER TRIMESTRE DEL 2009

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al tercer trimestre del 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 20 de julio de 2009 y respecto de la cual se recibieron 54 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro<sup>1</sup>.

##### Expectativas de inflación para los años 2009, 2010 y 2011

En comparación con la encuesta anterior realizada en abril, los participantes en la EPE revisaron a la baja sus expectativas de inflación, en 0,1 puntos porcentuales hasta el 0,4% para el 2009, y en 0,2 puntos porcentuales hasta el 1,1% para el 2010 (véase cuadro)<sup>2</sup>. Se espera que la inflación se eleve al 1,6% en el 2011. La mayor parte de los encuestados señaló que sus negativas expectativas sobre la inflación hasta el tercer trimestre del 2009 se fundamentan en los fuertes efectos de base derivados de la caída de los precios del petróleo y de las materias primas. Los participantes en la EPE esperan que la inflación alcance su nivel mínimo entre julio y septiembre del 2009, para volver posteriormente a valores positivos al final del presente año o al principio del 2010, aunque se mantendrá por debajo del 2%. Se espera que el crecimiento del desempleo tenga efectos negativos sobre los salarios y que limite, por tanto, la recuperación del gasto de consumo. En general, la debilidad de la demanda, la infrauti-

1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

**Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2009	Junio 2010	2010	Junio 2011	2011	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE III 2009	0,4	1,2	1,1	1,6	1,6	2,0
EPE anterior (II 2009)	0,5	-	1,3	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,1 - 0,5	-	0,6 - 1,4	-	-	-
Consensus Economics (julio 2009)	0,4	-	1,2	-	1,6	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2009)	0,4	-	1,2	-	1,7	2,1
<b>Evolución del PIB real</b>	<b>2009</b>	<b>I 2010</b>	<b>2010</b>	<b>I 2011</b>	<b>2011</b>	<b>A largo plazo<sup>2)</sup></b>
EPE III 2009	-4,5	-0,4	0,3	1,3	1,5	1,9
EPE anterior (II 2009)	-3,4	-	0,2	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	-5,1 - -4,1	-	-1,0 - 0,4	-	-	-
Consensus Economics (julio 2009)	-4,4	-	0,4	-	1,5	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2009)	-4,5	-	0,4	-	1,6	2,1
<b>Tasa de desempleo <sup>1)</sup></b>	<b>2009</b>	<b>Mayo 2010</b>	<b>2010</b>	<b>Mayo 2011</b>	<b>2011</b>	<b>A largo plazo<sup>2)</sup></b>
EPE III 2009	9,7	10,9	10,9	10,7	10,6	8,5
EPE anterior (II 2009)	9,3	-	10,5	-	-	8,4
Consensus Economics (julio 2009)	9,7	-	11,1	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2009)	9,7	-	11,0	-	10,6	9,0

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo de la EPE y de Consensus Economics se refieren al 2014, y las del Barómetro de la Zona del Euro, al 2013. Las previsiones de Consensus Economics para los años 2011 y 2014 se publicaron en la edición de abril del 2009.

lización de la capacidad productiva y la reducida capacidad de fijación de precios de las empresas deberían contrarrestar sobradamente los riesgos al alza derivados de posibles subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas.

Las expectativas de inflación de la EPE para el 2009 y 2010 están dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio del 2009, y están, en general, en línea con las previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para los años 2009, 2010 y 2011, publicadas en julio del 2009.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la EPE anterior, la distribución de probabilidad agregada para el 2009 se concentró más claramente en el intervalo 0,0%-0,4%, mientras que la relativa al 2010 se mantuvo en niveles generalmente similares (véase gráfico A). Los encuestados asignaron una reducida probabilidad a que las variaciones de los precios registren tasas negativas en el 2009 y 2010 (15% y 7%, respectivamente). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, parece que las previsiones están sujetas a riesgos bajistas en todos los horizontes de las predicciones (el número de encuestados que sitúan su estimación por encima de su distribución de probabilidad media es superior al de los participantes que la sitúan por debajo de la media).

#### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

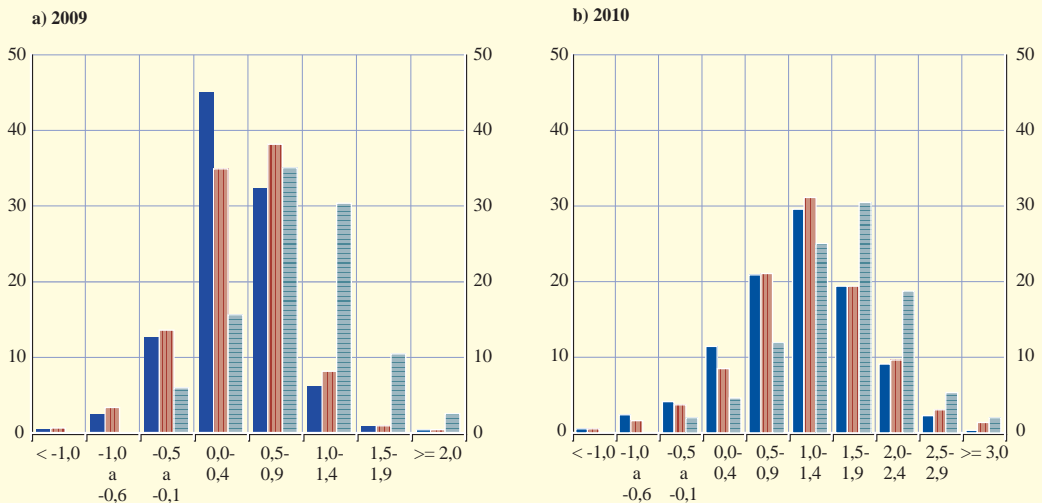
Las expectativas de inflación a más largo plazo (para el 2014) se han revisado ligeramente al alza, hasta el 1,98%, desde el 1,93% de la encuesta anterior. La media de las estimaciones está en línea con las previsiones de inflación a largo plazo de Consensus Economics (2%) publicadas en abril del 2009 y se sitúa por debajo de las del Barómetro de la Zona del Euro (2,1%) publicadas en julio del presente año.



**Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2009  
 ■ EPE II 2009  
 ■ EPE I 2009



Fuente: BCE.

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

La revisión al alza de la estimación media, hasta el 1,98%, en esta EPE va unida a una menor falta de acuerdo respecto a las expectativas de inflación a largo plazo, medida por la desviación típica de las estimaciones. En general, la falta de acuerdo supera ligeramente el nivel medio registrado en los cinco últimos años, lo que se refleja en una distribución de corte transversal más plana de las expectativas de inflación a largo plazo (véase gráfico B). Finalmente, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% ha aumentado al 48%, desde el 46% de la EPE anterior (véase gráfico C).

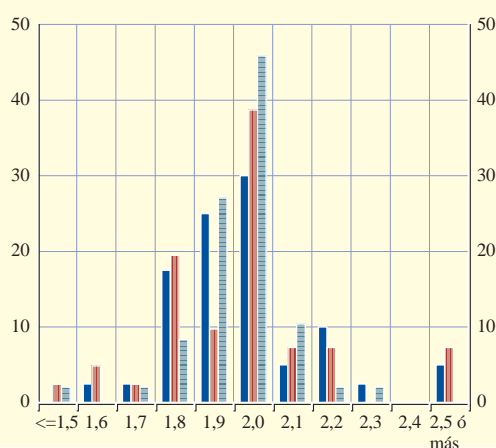
Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación<sup>3</sup>. Hasta septiembre del 2008, la probabilidad de que la inflación se sitúe, en promedio, en un nivel igual o superior al 2% en los próximos cinco años estaba generalmente en línea con la evolución de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros (es decir, la tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados)<sup>4</sup>. Sin embargo, desde entonces y como consecuencia de la intensificación de las turbulencias financieras, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros<sup>5</sup>.

3 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2006.  
 4 Las tasas de inflación implícitas no deberían interpretarse como medidas directas de las expectativas de inflación, ya que pueden incorporar también varias primas de riesgo (como la prima por incertidumbre respecto a la inflación y la prima de liquidez).  
 5 Para un análisis más detallado del impacto de las actuales turbulencias financieras sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.

**Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2014) de los participantes en la EPE**

(porcentaje de encuestados)

- EPE III 2009
- EPE II 2009
- EPE I 2009

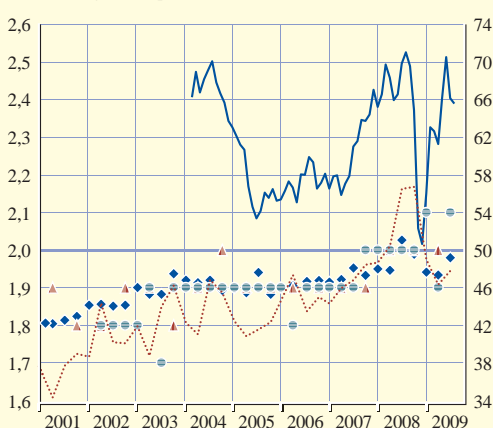


Fuente: BCE.

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)

- ◆ EPE (para 2014; escala izquierda)
- ▲ Consensus Economics (para 2014; escala izquierda)
- Barómetro de la Zona del Euro (para 2013; escala izquierda)
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (datos desestacionalizados; escala izquierda)
- ⋯ Probabilidad en la EPE de que la inflación a largo plazo sea igual o superior al 2% (escala derecha)



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

### Expectativas de evolución del PIB real

Con respecto a la última encuesta, los participantes en la EPE han vuelto a revisar a la baja, en 1,1 puntos porcentuales, sus expectativas de evolución del PIB real para el 2009 y esperan ahora una contracción en la zona del euro del 4,5% en el presente año. Se espera que el PIB real crezca un 0,3% en el 2010 (lo que supone una revisión al alza de 0,1 puntos porcentuales) y un 1,5% en el 2011. En sus comentarios, los encuestados señalan que los principales factores que configuran las perspectivas de crecimiento del PIB real a corto plazo y medio plazo son la debilidad de la demanda interna y externa, las tensiones en los mercados financieros y la restricción del crédito.

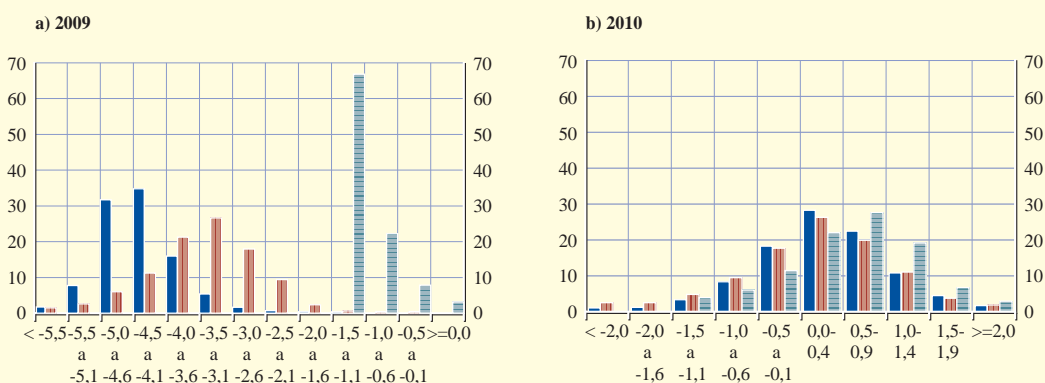
Las expectativas de caída del PIB real recogidas en la EPE para el 2009 están claramente dentro del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en junio del 2009, y las de crecimiento para el 2010 se sitúan en un nivel próximo al límite superior del intervalo. Las expectativas de la EPE están generalmente en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics para el 2009 y 2010, y ligeramente por debajo de sus estimaciones para el 2011.

En línea con la revisión a la baja de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para el 2009 se revisó también a la baja y la relativa al 2010 se mantuvo sin cambios en el intervalo 0,0%-0,9%. Los encuestados asignan una probabilidad del 32% a que el PIB real anual registre una tasa negativa en el 2010, frente a la probabilidad del 37% recogida en la EPE anterior (véase gráfico D).

**Gráfico D Distribución de probabilidad para la tasa de variación media anual del PIB real en el 2009 y 2010 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE III 2009  
 ■ EPE II 2009  
 ■ EPE I 2009



Fuente: BCE.

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

La incertidumbre derivada de la distribución de probabilidad agregada respecto a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista ha disminuido, aunque sigue siendo elevada (véase el recuadro 6 de la sección 4). Varios encuestados esperan que se produzca una moderada recuperación en el 2010, y algunos esperan que el crecimiento del PIB real de la zona del euro vuelva a cobrar impulso sólo en el 2011 o más tarde. Entre los factores que contribuirían a la recuperación económica, los encuestados señalan la reactivación de los mercados de exportación de la zona del euro y del comercio mundial, así como el impacto de las medidas de política fiscal y monetaria. Sin embargo, respecto a cuándo y en qué medida se producirá esta recuperación, los encuestados indican que existe una elevada incertidumbre en cuanto a las perspectivas para el comercio y el mercado de trabajo, con riesgos bajistas para el gasto de consumo, debido al aumento del paro.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para el 2014) se han mantenido en el 1,9%, sin cambios respecto a la encuesta anterior, y ligeramente por debajo de las previsiones de abril de Consensus Economics y de las de julio del Barómetro de la Zona del Euro. En general, los encuestados consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas.

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

Los encuestados revisaron al alza las expectativas referidas a la tasa de desempleo en 0,4 puntos porcentuales tanto para el 2009 como para el 2010. En promedio, se espera que la tasa de desempleo alcance el 9,7% en el 2009, que aumente al 10,9% en el 2010 y que disminuya ligeramente, hasta el 10,6%, en el 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo se revisaron también al alza, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,5%.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Las recientes encuestas sobre la actividad económica en la zona del euro indican claramente que el ritmo de contracción está desacelerándose. No obstante, se prevé que la actividad continúe siendo moderada en lo que resta de año. Si se considera el año próximo, se espera que, tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las importantes medidas de estímulo económico adoptadas en las principales áreas económicas deberían respaldar el crecimiento mundial, incluida la zona del euro. Los riesgos para las perspectivas económicas continúan estando equilibrados.

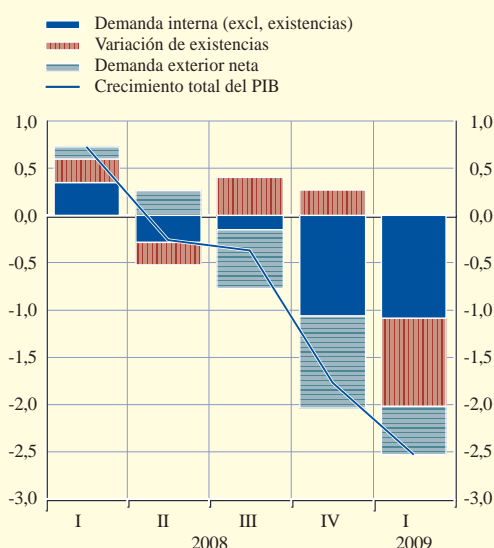
### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de actividad en la zona del euro disminuyó de forma acusada a comienzos del 2009, tras una prolongada contracción de la demanda tanto interna como mundial. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 2,5%, en tasa intertrimestral, en el primero del 2009, tras un descenso del 1,8% en el último trimestre del 2008 (véase gráfico 25). Es probable que el PIB real de la zona del euro siga retrocediendo en el segundo trimestre, aunque a un ritmo menor que en el primero. Se prevé que la actividad mantenga su moderación en lo que resta del 2009, y se espera que en el 2010, y tras una fase de estabilización, el crecimiento económico se recupere paulatinamente. La incertidumbre en torno a estas perspectivas continúa siendo elevada. Ciertamente, las medidas obtenidas a partir de las proyecciones de distintos analistas indican que la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas rara vez ha sido mayor (véase recuadro 6). Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE para el tercer trimestre del 2009 muestran que la incertidumbre relativa a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista se ha reducido ligeramente, en comparación con la ronda anterior (véase recuadro 5).

La segunda estimación de Eurostat confirmó que el deterioro de la demanda fue generalizado en todos sus componentes en el primer trimestre del 2009. La demanda exterior cayó a un ritmo muy rápido, como consecuencia del colapso del comercio internacional. La demanda interna también se debilitó, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo. La contribución al crecimiento de la variación de existencias también fue negativa.

**Gráfico 25 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

La demanda exterior cayó a un ritmo muy rápido, como consecuencia del colapso del comercio internacional. La demanda interna también se debilitó, registrando la inversión un descenso significativo y moderándose el consumo. La contribución al crecimiento de la variación de existencias también fue negativa.

El consumo privado se contrajo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. La evolución reciente de los indicadores de la demanda de consumo sugiere una lectura menos negativa de la tasa de crecimiento intertrimestral del gasto en consumo en el segundo trimestre del 2009. Hay tres factores clave que respaldan esta valoración. En primer lugar, teniendo en cuenta la volatilidad de la serie, aunque las ventas del comercio al por menor siguieron cayendo en el segundo trimestre, el descenso fue algo menor que en el trimestre anterior. Así pues, la reciente dinámica del comercio al por menor, señala que la tendencia a la baja observada desde mediados del 2008 ha tocado fondo. En segundo lugar, los datos relativamente sólidos de las matriculaciones de automóviles indican que la reciente introducción de subvenciones públicas para estimular a los consumidores a sustituir

### INCERTIDUMBRE Y PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA ZONA DEL EURO

Desde el otoño del 2008, la aparición de nuevas turbulencias financieras y el acusado deterioro de la demanda mundial e interna han provocado un aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro. Esta incertidumbre se ha puesto de manifiesto en una mayor dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de la zona del euro efectuadas por los analistas. En este recuadro se examinan algunos indicadores de la dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento y se analiza lo que la incertidumbre actual podría suponer para la evolución de la demanda a corto plazo.

La incertidumbre importa porque puede tener una influencia crucial sobre la demanda actual. La inversión empresarial, por ejemplo, puede verse afectada puesto que las decisiones sobre los gastos de capital suelen ser irreversibles, de modo que, en un entorno de incertidumbre, las empresas podrían retrasar las decisiones de inversión hasta que las perspectivas de la demanda fueran más claras. La incertidumbre puede influir, asimismo, en las decisiones tomadas por los hogares. Una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas económicas —en concreto a las del empleo— podría inducir a los hogares a reducir su consumo actual y, en su lugar, aumentar el ahorro por motivos de precaución frente a posibles fluctuaciones de la renta futura.

Existen varios enfoques para evaluar el grado de incertidumbre. Un método habitual es observar la volatilidad de los indicadores económicos o financieros. Por ejemplo, la variación de los índices bursátiles proporciona una indicación de la volatilidad existente en los mercados financieros, mientras que las volatilidades implícitas en las opciones permiten conocer las opiniones de los participantes en los mercados sobre la volatilidad futura<sup>1</sup>. Para la economía real, es posible también examinar la volatilidad reciente de las series macroeconómicas; por ejemplo, la evolución de los cambios recientes registrados en el PIB o en la producción industrial.

Otra posible medida de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas es la dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de los distintos analistas. En los gráficos A y B se muestra la desviación típica de las previsiones sobre el crecimiento del PIB efectuadas por Consensus Economics, que reúne las proyecciones de distintos analistas para las principales economías. En la encuesta de Consensus Economics, se pide a los encuestados que den su opinión sobre las perspectivas del crecimiento durante el año en curso y el año siguiente (es decir, en estos momentos se les está preguntando por las proyecciones para el 2009 y el 2010). Las disparidades entre las proyecciones suelen presentar un patrón estacional —al ir acumulándose la información a lo largo del año (y permitir que los analistas sepan más sobre el crecimiento anual actual y futuro), la evaluación de los expertos sobre las perspectivas del crecimiento tiende a converger—, de modo que el intervalo de las proyecciones enviadas a Consensus Economics en enero y febrero habitualmente es mayor que el de las remitidas en noviembre y diciembre. Habida cuenta de lo anterior, en los gráficos se compara la evolución de la dispersión de las proyecciones a lo largo del año, de enero a diciembre, en años naturales sucesivos<sup>2</sup>.

La dispersión de las proyecciones sobre el PIB ha tendido a ser mucho mayor en períodos de recesión o de crecimiento moderado. Si se compara con otros años, el desacuerdo entre los analistas con respecto al crecimiento anual del año en curso y del año siguiente fue importante en la recesión re-

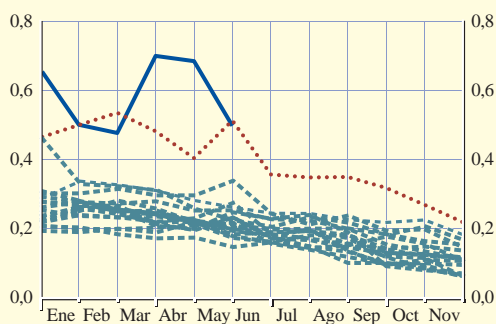
1 Para más información sobre la volatilidad de los índices bursátiles, véase el recuadro 4 del Boletín Mensual de noviembre del 2008, titulado «Volatilidad anormalmente elevada en los mercados de valores mundiales».

2 En los gráficos A a D, cada línea muestra la desviación típica de las previsiones de Consensus Economics durante un año natural. Se subraya la evolución de la desviación típica de las previsiones para años específicos (1993, 1994, 2009 y 2010). Los «otros años» mostrados en los gráficos representan las desviaciones típicas a partir de 1990 (excluidas las ya resaltadas).

**Gráfico A** Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento del PIB para el año en curso

(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)

— 2009  
- - - 1993  
- - - Otros años



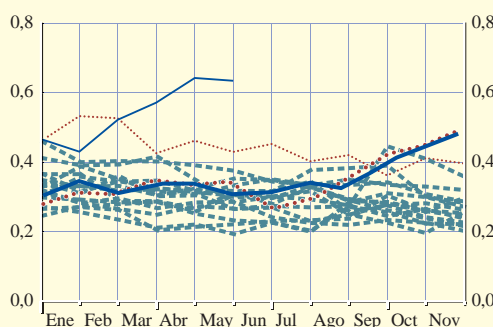
Fuente: Consensus Economics.

Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento del PIB previsto por Consensus Economics para el año en curso. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

**Gráfico B** Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento del PIB para el año siguiente

(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)

— 2009  
- - - 1993  
- - - Otros años  
— 2010  
- - - 1994



Fuente: Consensus Economics.

Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento del PIB previsto por Consensus Economics para el año siguiente. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

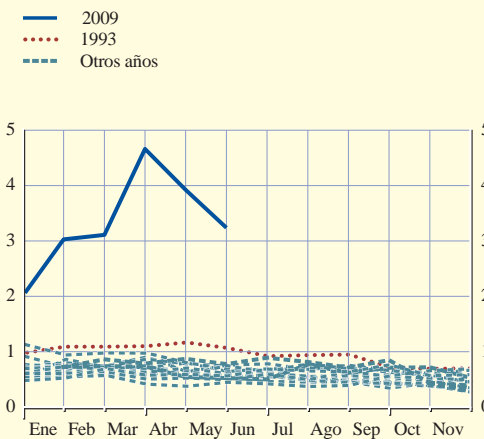
gistrada a principios de los años noventa (véanse gráficos A y B). Más recientemente, la dispersión de las opiniones sobre las perspectivas económicas se ha ampliado considerablemente, alcanzando el nivel más alto desde 1990, año a partir del cual se dispone de datos. La disparidad de las opiniones sobre el año natural actual (es decir, 2009) es tan elevada como en la anterior recesión de la zona del euro, registrada en 1993, mientras que el desacuerdo sobre el crecimiento dentro de un año es el mayor que se ha registrado nunca. El aumento de la incertidumbre es incluso más acusado en el caso de la industria —véanse gráficos C y D, que muestran la misma medida de dispersión para las proyecciones sobre el crecimiento de la producción industrial—. El reciente y repentino retroceso observado en la producción ha dado lugar a una ampliación significativa de la dispersión de las opiniones sobre las perspectivas relativas a la recuperación del sector industrial.

Un posible problema de las medidas que se presentan en los gráficos A a D es que sólo recogen el desacuerdo entre los analistas acerca de los probables resultados generales o del perfil esperado, lo que podría provocar la pérdida de información relevante sobre las expectativas relativas a la distribución de los posibles resultados previstos. Por ejemplo, cabe la posibilidad de que los analistas puedan estar de acuerdo sobre los resultados más probables, aún cuando el nivel general de incertidumbre sea elevado. Una medida ideal de la incertidumbre recogería, por el contrario, la valoración subjetiva de los analistas sobre la incertidumbre relativa a las perspectivas económicas. En este sentido, la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE es muy valiosa, porque no sólo recoge la valoración subjetiva de los encuestados sobre el valor esperado del crecimiento (y de la inflación), sino que también obtiene información cuantitativa acerca de la incertidumbre en torno a estas expectativas. Más concretamente, a los participantes en la EPE también se les pide que asignen una distribución de probabilidad a sus previsiones. El gráfico E muestra la desviación típica de la distribución del crecimiento del PIB, que se calcula agregando las respuestas individuales de los



### Gráfico C Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de la producción industrial para el año en curso

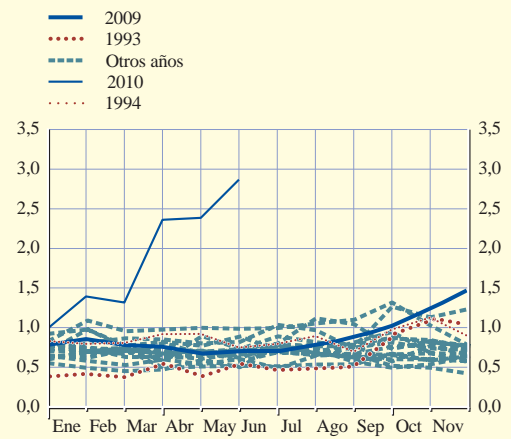
(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)



Fuente: Consensus Economics.  
 Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento de la producción industrial previsto por Consensus Economics para el año en curso. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

### Gráfico D Dispersión de las proyecciones sobre el crecimiento de la producción industrial para el año siguiente

(desviación típica de los valores estimados por los analistas para el crecimiento)

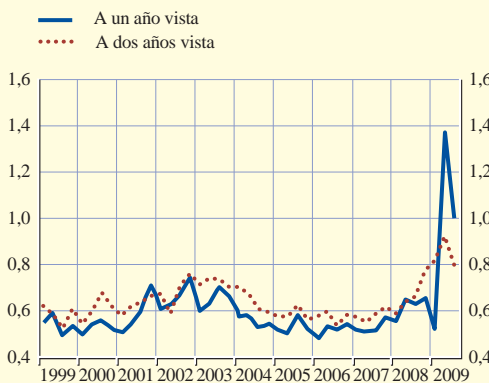


Fuente: Consensus Economics.  
 Notas: La medida para la zona del euro se calcula como promedio de las desviaciones típicas de las proyecciones para Alemania, Francia e Italia. Cada línea muestra la desviación típica del crecimiento de la producción industrial previsto por Consensus Economics para el año siguiente. «Otros años» representa las desviaciones típicas desde 1990 a 2008.

analistas<sup>3</sup>. Actualmente, proporciona una visión que es prácticamente similar a la de las medidas anteriores, lo que confirma que la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas es excepcionalmente elevada —si bien se ha reducido ligeramente en la última EPE, basada en las previsiones recogidas en julio—.

### Gráfico E Medida de incertidumbre para el PIB real derivada de la encuesta a expertos en previsión económica

(desviación típica de la distribución de probabilidad agregada)



Fuente: Encuesta a expertos en previsión económica del BCE.  
 Nota: La magnitud de la revisión a la baja de las proyecciones sobre el crecimiento de la encuesta para el primer trimestre del 2009 dio lugar a que los resultados de la distribución de probabilidad de las previsiones a un año vista se situaran principalmente en los intervalos abiertos más bajos; así pues, el valor para el primer trimestre del 2009 infravalora la incertidumbre del primer trimestre del 2009.

En resumen, desde el otoño del 2008, la aparición de nuevas turbulencias financieras y el acusado deterioro de la demanda mundial e interna han provocado un aumento de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro. Ciertamente, las medidas obtenidas de las previsiones de los analistas indican que la incertidumbre sobre las perspectivas económicas rara vez ha sido más elevada. Probablemente, este aumento de la incertidumbre constituye uno de los factores que modera actualmente la demanda. La evidencia anecdótica sugiere que ha sido un factor destacado en la determinación de los gastos de inversión de las empresas durante los últimos meses. De cara al futuro, se espera que los paquetes de estímulo fiscal, junto con la relajación monetaria y los significativos esfuerzos em-

3 Para una descripción de la medida de la incertidumbre agregada prevista en la encuesta a expertos en previsión económica, véase Carlos Bowles, Roberta Friz, Véronique Genre, Geoff Kenny, Aidan Meyler y Tuomas Rautanen «The ECB survey of professional forecasters (SPF): a review after eight years' experience», Documento Ocasional n.º 59, BCE, abril del 2007. La distribución agregada se construye simplemente sumando las probabilidades individuales recogidas en la encuesta y dividiendo el total por el número de encuestados.

prendidos para restablecer el funcionamiento del sistema financiero, contribuyan a aplacar la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Además, la mejora prevista en la situación internacional y de la zona del euro, a medida que se normalizan los mercados financieros, debería incrementar gradualmente la confianza y reducir la incertidumbre en los meses próximos. De hecho, como puede observarse en la última EPE, ya se observan señales de que la incertidumbre está disminuyendo nuevamente.

los vehículos antiguos por otros nuevos ha favorecido el gasto de los hogares en el segundo trimestre. En tercer lugar, el índice de confianza de los consumidores se elevó, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre del 2009, invirtiéndose así la tendencia a la baja observada desde mediados del 2007. No obstante, pese a que la confianza de los consumidores ha aumentado en los últimos meses, la persistencia de sus bajos niveles es coherente con la debilidad del gasto en consumo en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 26).

Por lo que respecta al futuro, en el segundo semestre del 2009 se prevé que el consumo se mantenga relativamente estancado, debido al nuevo deterioro esperado en los mercados de trabajo. Los sustanciales descensos observados en el precio de las materias primas desde el año pasado han respaldado la renta real disponible de los hogares, y debería seguir favoreciendo el gasto. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que los hogares opten por aumentar sus ahorros por si se adopta una política fiscal más restrictiva en el futuro. Por último, se observa una cierta incertidumbre en relación con la manera en que se verá afectado el consumo privado cuando se supriman los planes actuales para sustituir los vehículos antiguos.

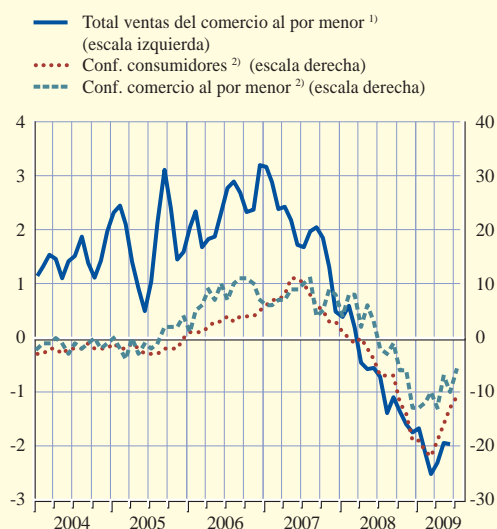
En consonancia con el patrón observado durante períodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido el principal factor determinante de la actual desaceleración de la actividad económica. En el primer trimestre del 2009, la formación bruta de capital fijo se redujo un 4,2%, en tasa intertrimestral. La segunda estimación de Eurostat confirmó que la inversión, excluida la construcción,

(principalmente activos pensados para su utilización en la producción de bienes y servicios) contribuyó en gran medida a la caída de la inversión agregada, mientras que el descenso observado en la inversión en construcción fue menos pronunciado.

Es probable que la inversión siga contribuyendo negativamente al crecimiento económico durante el 2009. La contracción prevista en la actividad general, tanto interna como exterior, y la escasa rentabilidad esperada de las empresas, afectará probablemente a la inversión en construcción y a la inversión, excluida la construcción. La corrección observada en el precio de los inmuebles residenciales y comerciales de la zona del euro también señala que, en el futuro, la inversión en construcción será moderada.

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

(datos mensuales)



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

#### 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat del valor añadido real en el primer trimestre del 2009 mostraba

una contracción tanto en la industria como en los servicios. El valor añadido de la industria (excluida la construcción) cayó un 8,5%, en tasa intertrimestral, mientras que el de la construcción se redujo un 1%. El descenso en el valor añadido de los servicios ascendió un 1,1%, en tasa intertrimestral.

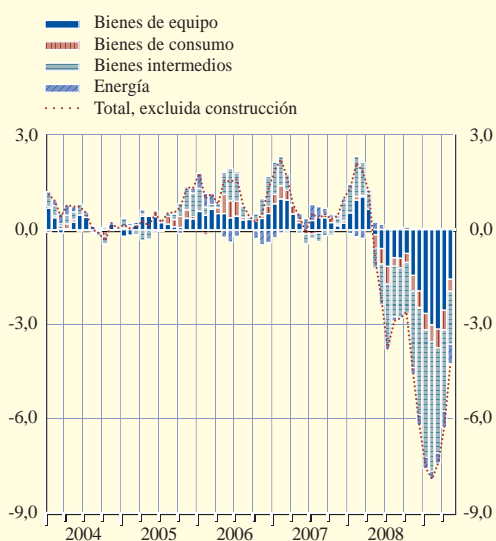
Los indicadores mensuales sugieren que la actividad mantuvo su debilidad durante el segundo trimestre del 2009, pero que el ritmo de contracción se está desacelerando. En mayo, la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) aumentó un 0,6%, en tasa intermensual. Este fue el primer incremento intermensual de la producción, tras ocho meses de caídas consecutivas, muy pronunciadas en la mayoría de los casos. En general, el reducido aumento observado en mayo, junto con la desaceleración del ritmo de descenso en los meses de marzo y abril, en comparación con las significativas tasas de contracción intermensuales registradas desde septiembre del 2008, indican una clara moderación de la tendencia a la baja de la producción industrial (véase gráfico 27). Si se promedia la volatilidad mensual, parece que se ha registrado una ligera desaceleración en el ritmo de descenso de la actividad constructora en los últimos meses, pese al deterioro observado en mayo.

Conviene observar que los indicadores de la evolución a corto plazo, por ejemplo, las tasas de variación intermensual de series desestacionalizadas, como la producción industrial, deberían interpretarse actualmente con mucha más cautela que en épocas normales. Como se explica en el recuadro 7, es probable que la reciente evolución económica haya aumentado la incertidumbre de las series macroeconómicas desestacionalizadas.

Las encuestas de opinión también apuntan a una nueva moderación en el ritmo de descenso de la actividad económica en el segundo trimestre (véase gráfico 28). El índice de directores de compras, por ejemplo, continuó mejorando en julio (aunque se mantuvo por debajo de 50, valor que indica que la economía sigue contra-

**Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

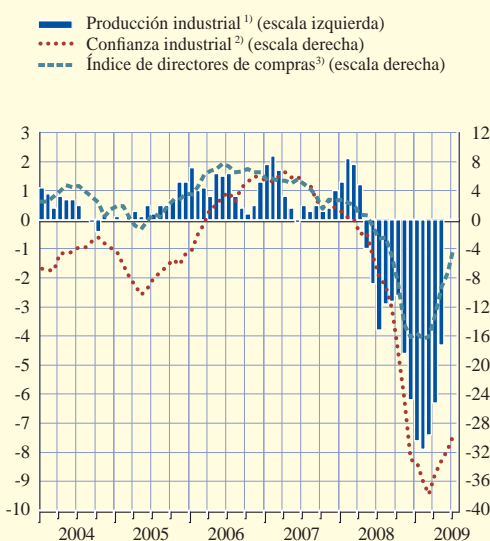
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 28 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.

## Recuadro 7

**DESESTACIONALIZACIÓN DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS A CORTO PLAZO DE LA ZONA DEL EURO EN LA RECESIÓN ACTUAL**

Muchos indicadores económicos a corto plazo se ven afectados de forma significativa por acontecimientos que se producen regularmente cada año en la misma época. Por ejemplo, las vacaciones de verano van acompañadas de un fuerte descenso de la producción industrial cada mes de agosto, y las compras de Navidad disparan el volumen de negocios del comercio al por menor cada mes de diciembre. Estos efectos estacionales dificultan la evaluación de la evolución económica a corto plazo. A fin de interpretar correctamente los datos en el análisis coyuntural, las series temporales de indicadores económicos a corto plazo se corrigen de variaciones estacionales. Sin embargo, algunas situaciones económicas, como la fuerte recesión actual, suponen una dificultad adicional para aplicar los procedimientos de ajuste estacional, ya que resulta más complicado identificar la parte del movimiento de la serie que se debe a circunstancias estacionales recurrentes.

En este recuadro se describe, en primer lugar, el concepto básico de ajuste estacional y se explica cómo los indicadores económicos a corto plazo se corrigen de efectos estacionales en la zona del euro. A continuación se utiliza el ejemplo de la producción industrial de la zona del euro para mostrar cómo se efectúa, en general, el ajuste estacional y cómo la reciente situación económica puede haber incrementado la incertidumbre respecto a los datos desestacionalizados.

**Concepto básico de ajuste estacional**

Los procedimientos de ajuste estacional tienen por objeto identificar y extraer el patrón estacional, por ejemplo, de un indicador económico mensual o trimestral, es decir, eliminar los efectos que se producen año tras año en el mismo mes o trimestre y que inciden en la serie aproximadamente en la misma medida cada vez<sup>1</sup>. Los métodos de ajuste estacional más utilizados consisten en descomponer una serie económica temporal en componentes no observables, es decir un componente tendencia-ciclo, un componente estacional y un componente irregular. Una vez corregida de efectos estacionales, la serie refleja el componente tendencia-ciclo, que suele ser el elemento fundamental del análisis coyuntural, y también los componentes irregulares, como los valores atípicos.

Mientras que los patrones estacionales estables se pueden estimar y extraer con facilidad, en la práctica a la hora de modelizar la estacionalidad es preciso tener en cuenta las variaciones graduales del componente estacional a lo largo del tiempo. Sin embargo, la estacionalidad temporal puede incrementar notablemente la incertidumbre respecto a la estimación de una serie desestacionalizada. Una evolución inusual de los datos más recientes de una serie puede suponer un grado adicional de incertidumbre, dado que es difícil aislar el movimiento del componente estacional del comportamiento general de la serie. Por ejemplo, una fuerte expansión o recesión puede aumentar considerablemente la incertidumbre derivada de la identificación y estimación del patrón estacional de una serie temporal.

1 Además del ajuste de efectos estacionales se realiza un ajuste de efectos de calendario. Esta corrección tiene por objeto eliminar los efectos relacionados con la fecha en que cae un determinado acontecimiento en el calendario de un determinado año. Por ejemplo, si el 1 de mayo cae en un fin de semana o dentro de la semana, o si la Semana Santa cae en marzo o en abril. Sin embargo, el proceso de ajuste estacional elimina los efectos de calendario relacionados con la fecha «media» en que cae el acontecimiento en un determinado mes o trimestre. Por ejemplo, si el 1 de mayo cae más a menudo dentro de la semana que en fines de semana, o si la Semana Santa cae más frecuentemente en abril que en mayo.

Existen varios métodos de ajuste estacional. Los programas que se utilizan más frecuentemente son TRAMO-SEATS, que extrae el patrón estacional de una serie temporal hallando la descomposición matemática adecuada de un modelo ARIMA en componentes estacionales y no estacionales, y X-12-ARIMA, que estima, fundamentalmente, el impacto de los movimientos estacionales sobre la base de medias móviles aplicadas a períodos estacionales.

### Ajuste estacional de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro

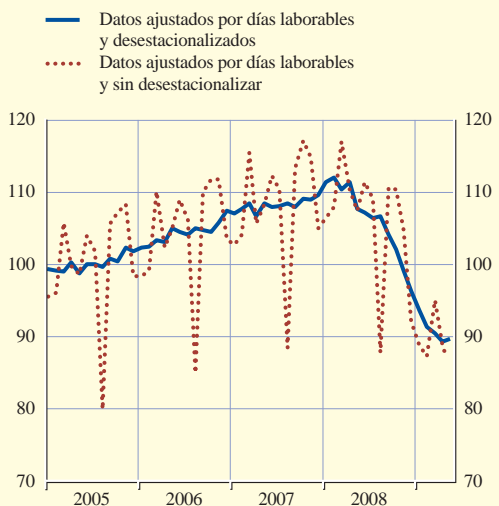
Para el conjunto de la zona del euro, Eurostat, la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas, estima unos indicadores económicos a corto plazo desestacionalizados (por ejemplo, producción industrial, nuevos pedidos y ventas al por menor), agregando los datos nacionales sin desestacionalizar y ajustando directamente el agregado de la zona del euro. Éste es el «enfoque directo». Otra manera de obtener datos desestacionalizados de la zona del euro es mediante el «enfoque indirecto», es decir, agregar las series nacionales ajustadas de estacionalidad. Este enfoque es empleado frecuentemente por los analistas de mercado, que utilizan datos nacionales desestacionalizados ya publicados para realizar una primera estimación relativa al conjunto de la zona del euro, antes de su publicación oficial por Eurostat<sup>2</sup>. Dado que el ajuste estacional supone normalmente transformaciones no lineales, el resultado del ajuste directo de los agregados de la zona del euro suele diferir del de la agregación de los resultados nacionales ajustados. La obtención de resultados fiables para el conjunto de la zona del euro mediante el enfoque indirecto requiere que todos los países realicen el ajuste según el mismo programa y que apliquen la misma política de ajuste en lo relativo, por ejemplo, a los criterios utilizados no sólo para la selección y adaptación de los modelos y funciones, sino también para la revisión de las series históricas. Ello no se hace todavía con los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro, dado que sólo se ha conseguido un grado limitado de armonización entre los distintos institutos de estadística nacionales, de modo que el agregado de los datos nacionales desestacionalizados podría reflejar efectos espurios<sup>3</sup>.

### Ajuste estacional de los datos de producción industrial de la zona del euro

El efecto del ajuste estacional se puede ilustrar comparando las series temporales, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de la producción industrial de la zona del euro, elaboradas por Eurostat. El gráfico A pone de manifiesto la extrema volatilidad de la

**Gráfico A Producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción)**

(índice: 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

2 Las fechas de publicación de los datos nacionales relativos a los indicadores económicos a corto plazo no están sincronizadas.  
3 Con el fin de impulsar la armonización de los procedimientos de ajuste estacional, el Sistema Estadístico Europeo y los bancos centrales han elaborado recientemente unas orientaciones exhaustivas sobre la desestacionalización, en las que se recomienda el uso de TRAMO-SEATS o de X-12. Véase [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-09-006/EN/KS-RA-09-006-EN.PDF).

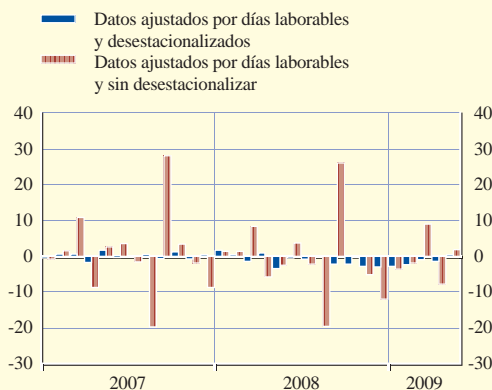
serie de producción industrial (excluida la construcción) sin desestacionalizar, que tiene un patrón estacional marcado pero muy regular. El efecto más llamativo del ajuste estacional se registra cada año en agosto, mes en el que la tasa de variación intermensual de la producción sin desestacionalizar cae regularmente en torno a un 20%, para repuntar luego de forma acusada, frente a tasas de variación intermensual de las series desestacionalizadas cercanas o inferiores al 1%, en términos absolutos (véase gráfico B). Ello muestra que, en la práctica, los datos de producción sin desestacionalizar tienen un escaso contenido informativo para el análisis coyuntural.

### Incertidumbre de los datos de producción industrial desestacionalizados en el contexto de la actual recesión

Tal y como se indicaba anteriormente, la incertidumbre de las series desestacionalizadas puede crecer notablemente en situaciones inusuales, como durante la fuerte recesión actual. El gráfico C presenta los resultados obtenidos mediante distintos enfoques y métodos de ajuste estacional. El panel (a) del gráfico C muestra las diferencias entre las tasas de variación intermensual de los datos oficiales de producción industrial de Eurostat para la zona del euro, basados en TRAMO-SEATS, y el agregado de los datos nacionales desestacionalizados. El panel (b) del gráfico C muestra las diferencias entre los datos de Eurostat y los

**Gráfico B Producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción)**

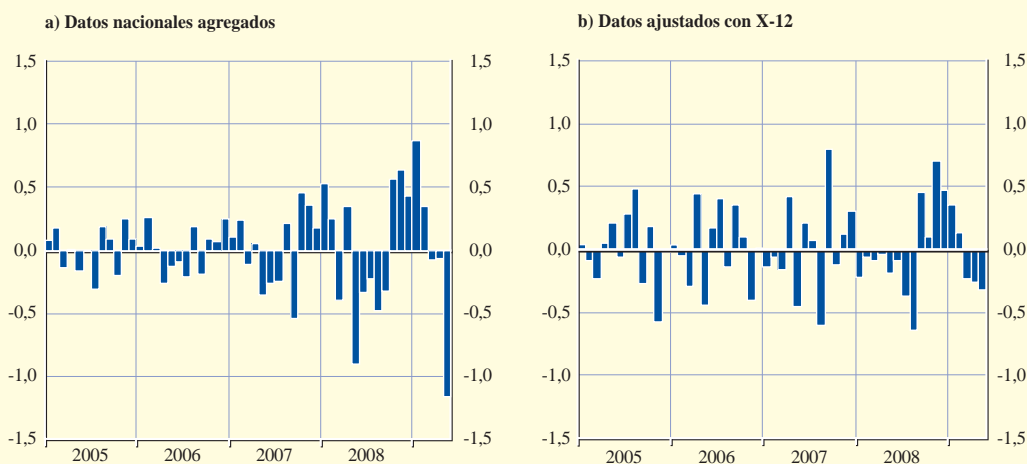
(tasas de variación intermensual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico C Producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) – Diferencias entre las tasas de variación intermensual de los datos de Eurostat desestacionalizados y cálculos alternativos**

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 Se aplicó X-12 manteniendo el patrón estacional razonablemente estable y no permitiendo la detección de valores atípicos en las fechas más recientes de las series.

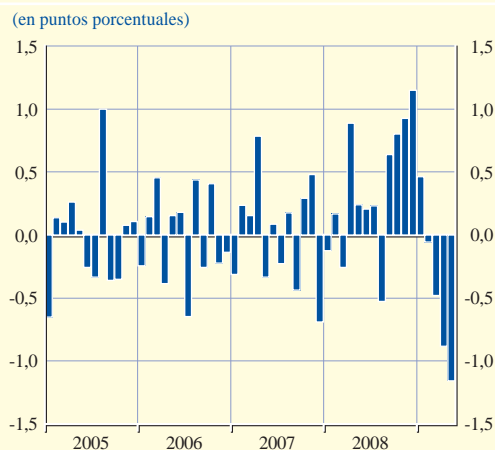


obtenidos aplicando directamente X-12 a los datos de la zona del euro<sup>4</sup>. Aunque se observan también ocasionalmente desviaciones más pronunciadas entre los datos oficiales de Eurostat para la zona del euro y los datos nacionales agregados en el período anterior a la recesión, el panel (a) del gráfico C pone de relieve que la magnitud de estas desviaciones ha aumentado a lo largo de la actual recesión, en particular desde el recrudescimiento de la crisis observado en septiembre del 2008. Asimismo, se han acumulado desviaciones consecutivas en la misma dirección. Además, el panel (b) del gráfico C muestra una coincidencia bastante inusual de diferencias consecutivas en la misma dirección entre los datos oficiales de Eurostat para la zona del euro y los datos del ajuste directo realizado con X-12 durante la fase más aguda de la recesión, aunque la magnitud de estas discrepancias parece mantenerse dentro los límites normales de la incertidumbre estadística.

Mientras que las discrepancias más acentuadas o prolongadas existentes entre los resultados de enfoques y métodos diferentes de ajuste estacional señalan una mayor incertidumbre respecto a los datos desestacionalizados, es importante destacar que, a partir de enero del 2009, los datos se han visto también afectados de forma significativa por la adopción de una nueva clasificación de actividades económicas (NACE Rev2) y por la actualización de las ponderaciones en relación con el nuevo año base 2005. Estos cambios metodológicos han dado lugar a revisiones excepcionales de los datos desestacionalizados y sin desestacionalizar, en particular en el primer trimestre del 2009<sup>5</sup>. De forma más general, los datos más recientes de los paneles (a) y (b) del gráfico C pueden suponer discrepancias algo mayores, dado que los primeros datos publicados por Eurostat para la zona del euro incluyen estimaciones para algunos países<sup>6</sup>. Por otro lado, hay que tener en cuenta que cualquier estimación del movimiento del patrón estacional a lo largo del tiempo tiende generalmente a suscitar mayores incertidumbres estadísticas en las fechas más recientes de una serie temporal. Estas incertidumbres se acrecientan como resultado de la fuerte caída registrada en el contexto de la actual recesión.

El gráfico D muestra las diferencias entre los datos de Eurostat y el agregado de los datos nacionales desestacionalizados, utilizando datos contemporáneos (es decir, datos no revisados que reflejan la información en el momento en que se publica la primera estimación de Eurostat). Esta comparación tiene en cuenta las incertidumbres estadísticas generalmente más profundas que se observan en las fechas más recientes de una serie temporal. Cabe destacar que, en promedio, las desviaciones registradas en años anteriores en los datos contemporáneos han sido, de hecho, algo más pronunciadas que las reflejadas en los datos finales (como puede verse en el panel (a) del gráfico C) y han llegado, ocasionalmente, a ser muy acusadas. Sin embargo, también se aprecia claramente que las recientes

**Gráfico D** Diferencia entre los datos de Eurostat sobre la producción industrial (excluida la construcción) desestacionalizados y el agregado de los correspondientes datos nacionales, sobre la base de datos contemporáneos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Cambios recientes en los indicadores a corto plazo», en el Boletín Mensual de abril del 2009.

6 Puede ocurrir que algunos países no hayan proporcionado los datos relativos al mes más reciente cuando se publique la primera estimación de Eurostat. En tal caso, Eurostat estima los datos de estos países, que integra en el cálculo de los agregados de la zona del euro, y no publica las estimaciones individuales de los países en cuestión. Los datos de estos países no se incluyen en las agregaciones que figuran en el gráfico D.

desviaciones reflejadas en el panel (a) del gráfico C fueron inicialmente incluso más excepcionales, en cuanto a su magnitud y persistencia, y han generado una divergencia más prolongada de lo habitual entre las estimaciones obtenidas con los distintos enfoques mencionados.

Las mayores discrepancias entre los datos de producción de Eurostat y el agregado de los datos nacionales es también fuente de más incertidumbre para el análisis coyuntural. Aunque los datos nacionales desestacionalizados no se elaboran de forma armonizada, el agregado de estos datos se ha utilizado con frecuencia para obtener señales adelantadas en relación con los datos desestacionalizados de Eurostat para la zona del euro. Mientras que las desviaciones ocasionalmente más pronunciadas observadas en el pasado evidencian que la agregación de los datos nacionales no proporciona necesariamente una buena estimación del dato de Eurostat, ni siquiera en tiempos normales, el gráfico D muestra claramente que estas aproximaciones han llegado incluso a adolecer de un mayor grado de incertidumbre en los últimos tiempos. En general, dadas las elevadas incertidumbres que presentan los datos desestacionalizados, los usuarios deberían evitar atribuir mucho peso a señales procedentes de la evolución a corto plazo, tales como las tasas de variación intermensuales, y todavía mucho más en las circunstancias actuales que en situaciones menos excepcionales.

yéndose). Del mismo modo, las encuestas de opinión de la Comisión Europea confirman, en general, la lectura menos pesimista del índice de directores de compras.

## MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. La segunda estimación de Eurostat confirmó la clara aceleración del ritmo al que se pierde empleo en el primer trimestre del año. El empleo en la zona del euro se redujo, por tercer trimestre consecutivo, un 0,9%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009 (véase cuadro 6). La intensa aceleración de la contracción del empleo en el primer trimestre se debió, principalmente al acusado descenso registrado tanto en la industria como en la construcción. Tras varios trimestres de desaceleración gradual, y de un práctico estancamiento en el segundo semestre 2008, el empleo en los servicios comenzó también a disminuir en el primer trimestre del 2009.

**Cuadro 6 Crecimiento del empleo**

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

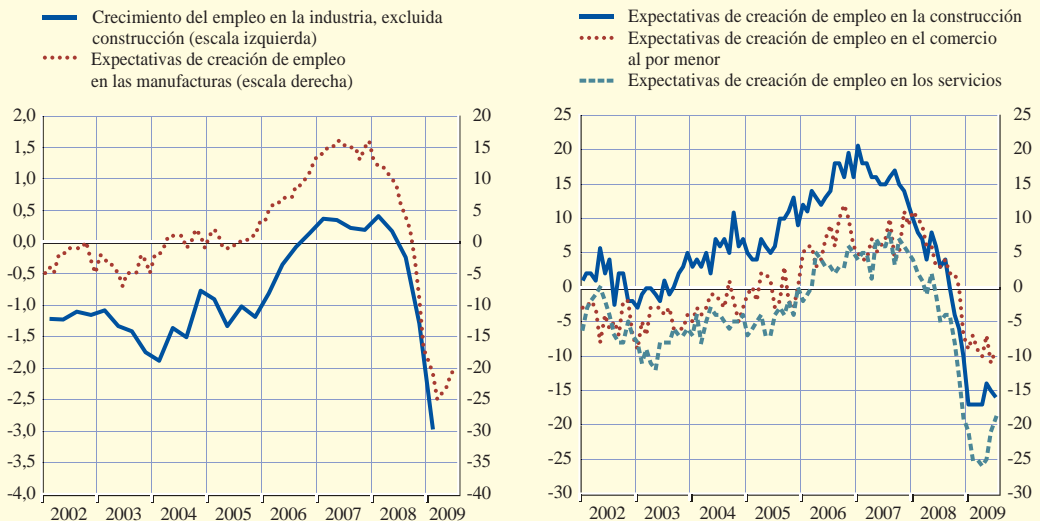
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 I	2008 II	2008 III	2008 IV	2009 I
Total de la economía	1,8	0,8	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,4	-1,5	0,7	-1,4	-0,6	0,3	-1,0
Industria	1,4	-0,9	0,1	-0,5	-0,8	-1,4	-1,7
Excluida la construcción	0,3	-0,2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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

### Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

De cara al futuro, las últimas encuestas de opinión indican un nuevo deterioro del empleo en el segundo trimestre del 2009 (véase gráfico 29). En julio, las expectativas de creación de empleo se mantuvieron en niveles muy reducidos tanto en la industria como en los servicios. Las últimas encuestas sobre las expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea también muestran unas perspectivas sombrías para el empleo.

Como consecuencia de la notable caída de la actividad, la productividad del trabajo (medida en términos de producción por empleado) disminuyó sustancialmente en el primer trimestre del 2009 (un 1,7%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 30). La mayor parte de esta disminución se debió a la industrial (excluida la construcción), donde la productividad del trabajo cayó un 7,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del 2009. De cara al futuro, se prevé que la productividad se recupere en la última parte del 2009, ayudada por la combinación de una nueva reducción del empleo y de una contracción de la actividad menos marcada.

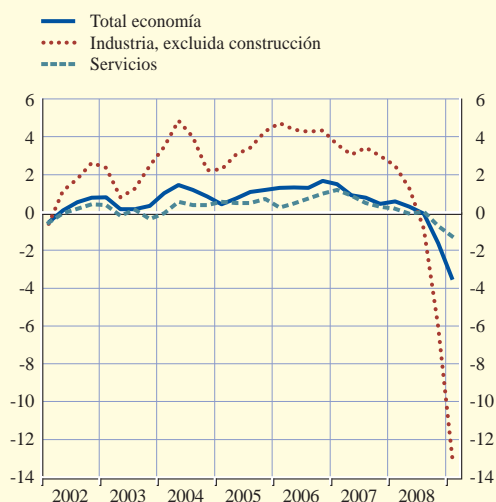
La tasa de paro de la zona del euro aumentó hasta el 9,4% en junio (véase gráfico 31), 0,1 puntos porcentuales más que en el mes anterior. Este incremento fue generalizado en todos los países de la zona del euro. De cara al futuro, los reducidos niveles de confianza económica y los efectos retardados de la contracción de la actividad económica indican que se producirán nuevos incrementos del desempleo.

#### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Las recientes encuestas sobre la actividad económica en la zona del euro indican claramente que el ritmo de contracción está desacelerándose. No obstante, se prevé que la actividad continúe siendo moderada en lo que resta de año. Si se considera el año próximo, se espera que, tras una fase de estabilización, se produzca una recuperación gradual, con tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Las impor-

Gráfico 30 Productividad del trabajo

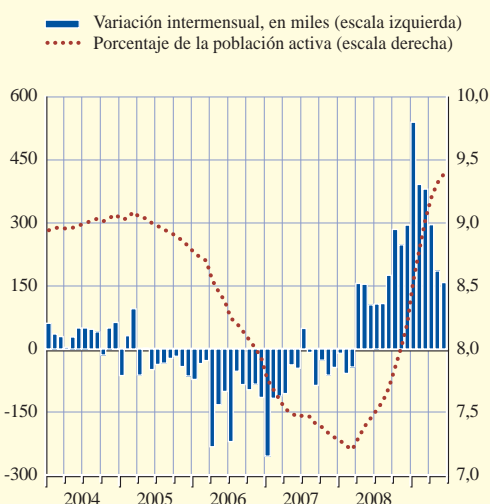
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

tantes medidas de estímulo económico adoptadas en las principales áreas económicas deberían respaldar el crecimiento mundial, incluida la zona del euro.

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

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

*Pese a algunas fluctuaciones, el euro se ha apreciado moderadamente en términos efectivos nominales desde finales de abril del 2009, principalmente como consecuencia de un fortalecimiento frente al dólar estadounidense y el yen japonés, que se contrarrestó, en parte, con una depreciación frente a la libra esterlina.*

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de agosto de 2009, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se situaba un 1,7% por encima del nivel observado a finales de abril del 2009 y en un nivel próximo a la media del 2008 (véase gráfico 32). La apreciación del euro desde finales de abril del 2009 refleja, principalmente, un fortalecimiento frente al dólar estadounidense y el yen japonés, que se contrarrestó, en parte, con una depreciación frente a la libra esterlina.

Tras apreciarse de forma acusada en mayo, posiblemente como consecuencia de la menor demanda de dólares estadounidenses como monedas refugio, el euro se apreció en los primeros días de junio, manteniéndose prácticamente estable a partir de entonces.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

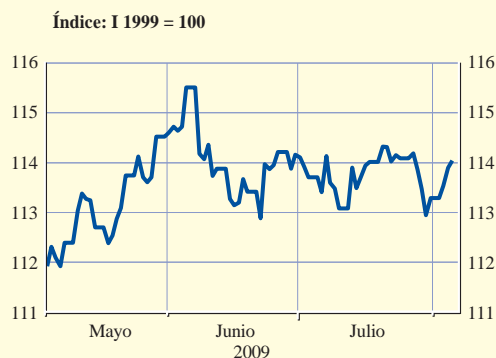
La estabilidad generalizada del euro frente al dólar estadounidense entre principios de junio y finales de julio siguió a una fase de fuerte apreciación en mayo, relacionada posiblemente con el nuevo descenso de la volatilidad implícita y con la subida de las cotizaciones bursátiles, que han aumentado la tolerancia al riesgo por parte de los inversores. A principios de agosto, el euro reinició su apreciación frente al dólar estadounidense. El 5 de agosto, la moneda única cotizaba a 1,44 dólares, un 8,5% por encima del nivel observado a finales de abril, pero todavía un 2% por debajo de la media del 2008 (véase gráfico 33).

#### YEN JAPONÉS/EURO

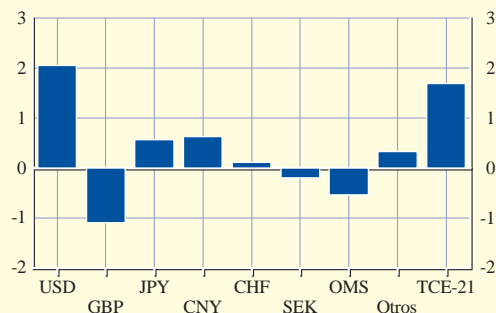
El comportamiento del euro frente al yen japonés reflejó, en gran medida, la evolución de la moneda

**Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes<sup>1)</sup>**

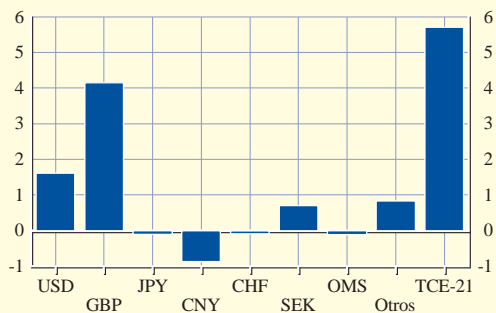
(datos diarios)



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
Del 30 de abril de 2009 al 5 de agosto de 2009  
(en puntos porcentuales)



**Contribuciones a las variaciones del TCE<sup>2)</sup>**  
Del 3 de enero de 2005 al 5 de agosto de 2009  
(en puntos porcentuales)



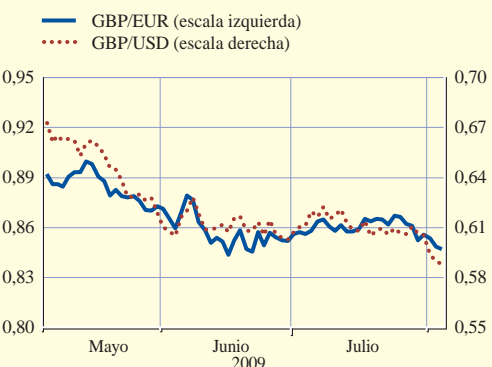
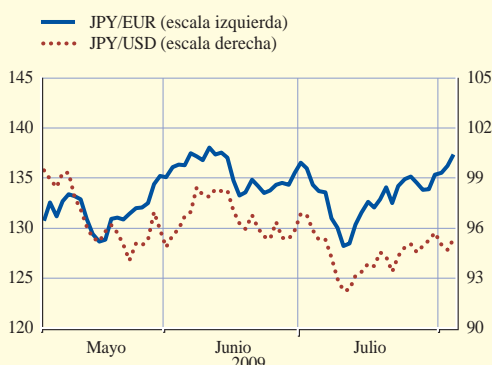
Fuente: BCE.

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

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

**Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio**

(datos diarios)



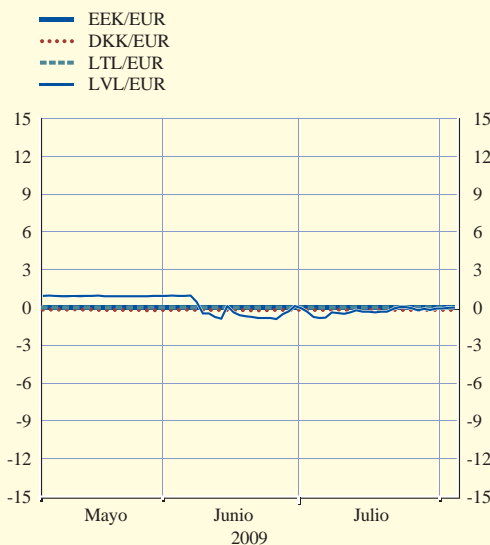
Fuente: BCE.

paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). Tras la aprobación de un presupuesto de austeridad a mediados de junio, el lats letón ha cotizado en la parte inferior (zona fuerte) de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente frente al euro. El 5 de agosto, el lats cotizaba en niveles próximos a su paridad central en el MTC II.

Por lo que respecta a las monedas de otros Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en julio se frenó la depreciación del euro frente a la libra esterlina, debido posiblemente al hecho de que

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

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



Fuente: BCE.

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

única frente al dólar estadounidense. La estabilidad generalizada del euro frente a la moneda japonesa desde junio se produjo tras un período, comprendido entre la segunda quincena de abril y el mes de mayo, en el que el euro registró un considerable fortalecimiento. El 5 de agosto, el euro cotizaba a 137,4 yenes, alrededor de un 5,4% por encima del nivel observado a finales de abril del 2009 (véase gráfico 33) y en torno a un 10% por debajo de la media del 2008.

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

En los tres últimos meses, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables, cotizando frente al euro al tipo de cambio correspondiente a las respectivas



los datos publicados respecto al producto fueron más negativos de lo que anticipaban los mercados. El 5 de agosto, el euro cotizaba a 0,85 libras esterlinas, un 5,2% por debajo del nivel observado a finales de abril, pero un 6,4% por encima de la media del 2008. En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado frente a la corona checa (2,8%), el forint húngaro (7,8%) y el zloty polaco (6,8%).

#### **OTRAS MONEDAS**

Entre finales de abril y el 5 de agosto de 2009, a pesar de algunas fuertes fluctuaciones, el euro se apreció ligeramente frente al franco suizo. La mayor parte de esta apreciación se produjo a finales de junio (alrededor de un 2% en tres días) tras anunciarse que el Banco Nacional de Suiza intervendría en los mercados de divisas. El 5 de agosto, el euro cotizaba en torno a 1,53 francos suizos, un 1,7% por encima del nivel observado a finales de abril, pero un 3,5% por debajo de la media del 2008. Entre finales de abril y el 5 de agosto, el euro se depreció un 1,8% frente al dólar canadiense y un 5,9% frente al dólar australiano.

#### **5.2 BALANZA DE PAGOS**

*En el año transcurrido hasta mayo del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró un déficit de 125,1 mm de euros en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables (aproximadamente un 1,4% del PIB). Por lo que respecta a la evolución más reciente del comercio exterior, la notable contracción observada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 parece haberse moderado, especialmente en lo tocante a las exportaciones. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 418,1 mm de euros en el año transcurrido hasta mayo del 2009, ya que las entradas netas de inversiones de cartera fueron mayores que las salidas netas de inversiones directas.*

#### **COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE**

En los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, la balanza por cuenta corriente de la zona del euro registró, en promedio mensual un déficit de 5,7 mm de euros (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), frente al déficit de 16,4 mm de euros contabilizado en el anterior período de tres meses transcurrido hasta febrero del 2009. Esta reducción tuvo su origen, principalmente, en un cambio de signo de la balanza de bienes, que pasó de déficit a superávit, y en un descenso del déficit de la balanza de rentas (véase cuadro 7).

La notable contracción del comercio exterior observada desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008 parece haberse moderado ligeramente. En los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, las exportaciones de bienes y servicios se redujeron un 4,8%, en términos nominales, en comparación con una caída del 12,2% en el período de tres meses anterior. Esta contracción más suave se debió, principalmente, a la evolución de las exportaciones de bienes, que, en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, se redujeron un 5,0%, casi diez puntos porcentuales menos que en el período de tres meses precedente. Al mismo tiempo, las exportaciones de servicios experimentaron una contracción del 4,3%. La contracción de las importaciones de bienes y servicios también fue menor en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, pero la desaceleración fue menos pronunciada que en el caso de las exportaciones: las importaciones se redujeron un 7,9% frente al 10,4% registrado en los tres meses transcurridos hasta febrero del 2009.

La desagregación del comercio de bienes en volúmenes y precios, disponible hasta abril del 2009, indica que la desaceleración de las importaciones y las exportaciones nominales tuvo su origen en la evolución de los volúmenes y los precios de los bienes comerciables. Atendiendo a la distribución geográfica,

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2009		Media móvil de tres meses Período que finalizó en			Acumulado de 12 meses Período que finalizó en		
	Abr	May	2008 Ago	2008 Nov	2009 Feb	2009 May	2009 May	
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	-6,1	-1,2	-7,6	-11,9	-16,4	- 5,7	-21,7	-125,1
Bienes	-2,5	2,9	-1,2	-0,3	-4,0	1,4	32,4	-12,5
Exportaciones	104,1	103,1	134,7	128,4	109,7	104,1	1.564,2	1.430,6
Importaciones	101,7	100,2	135,9	128,7	113,7	102,7	1.531,7	1.443,1
Servicios	3,0	2,2	3,5	2,2	2,7	2,0	51,9	31,1
Exportaciones	38,7	38,3	41,9	42,5	40,4	38,7	504,2	490,6
Importaciones	35,7	36,0	38,4	40,4	37,7	36,7	452,3	459,5
Rentas	-3,0	1,6	-2,0	-5,5	-6,4	-0,4	-12,3	-42,8
Transferencias corrientes	-8,6	-7,9	-7,9	-8,2	-8,7	-8,8	-93,8	101,0
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	-2,5	24,7	21,3	34,3	38,7	30,1	115,6	373,0
Total inversiones directas y de cartera netas	-13,4	59,9	17,9	61,0	20,0	40,5	-17,9	418,1
Inversiones directas netas	-4,5	6,1	-12,8	-28,8	-10,6	-6,3	-147,5	-175,5
Inversiones de cartera netas	-9,0	53,8	30,7	89,8	30,5	46,8	129,6	593,6
Acciones y participaciones	-19,5	7,9	5,9	-13,7	-6,8	10,4	81,1	-12,7
Valores distintos de acciones	10,5	45,8	24,9	103,5	37,3	36,4	48,4	606,3
Bonos y obligaciones	22,3	52,3	16,2	24,6	26,2	28,0	147,2	285,1
Instrumentos del mercado monetario	32,8	-6,5	8,6	78,9	11,2	8,4	-98,7	321,3
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	-1,0	-1,0	0,6	-3,2	-12,2	-4,8	8,2	-7,1
Importaciones	-5,0	-0,8	1,3	-3,0	-10,4	-7,9	8,2	-4,1
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	-1,0	-1,0	1,0	-4,7	-14,6	-5,0	7,6	-8,5
Importaciones	-4,4	-1,4	1,8	-5,4	-11,6	-9,7	7,9	-5,8
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	-1,2	-1,1	-0,9	1,7	-5,0	-4,3	10,1	-2,7
Importaciones	-6,9	1,0	-0,2	5,2	-6,6	-2,8	9,1	1,6

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

se observa que, recientemente, las exportaciones a China, otras economías emergentes de Asia y los países de la OPEP han mostrado algunas señales de recuperación, tanto en términos nominales como en términos reales. Al mismo tiempo, las exportaciones a los Estados miembros de la UE de Europa central y oriental se han estabilizado en términos reales. No obstante, las exportaciones totales a países de fuera de la zona del euro siguen siendo moderadas debido, principalmente, al comportamiento menos satisfactorio de las exportaciones a los países desarrollados. Por categorías amplias de bienes, siguieron registrándose fuertes caídas de las exportaciones reales de los bienes de capital, que retrocedieron hasta niveles no observados desde el 2004. Por el contrario, las exportaciones de bienes de consumo e intermedios parecen haberse estabilizado. Por su parte, las importaciones continuaron registrando caídas muy significativas, especialmente en el caso de los bienes intermedios y de capital.

Desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses ascendió a 125,1 mm de euros en mayo del 2009 (en cifras desestacionalizadas y ajustadas de días laborables), que corresponden, aproximadamente, a un 1,4% del PIB, en comparación con el déficit de 21,7 mm de euros contabilizado en el mismo período un año antes. El deterioro tuvo su origen en un

cambio de signo, de superávit a déficit, de la balanza de bienes, así como en una reducción del superávit de la balanza de servicios y en sendos aumentos de los déficit de las balanzas de rentas y transferencias corrientes. El cambio de signo del saldo del comercio de bienes, que tiene su origen principalmente en los elevados precios de importación de la energía observados durante el verano de 2008, elevó el déficit de la balanza de bienes hasta 12,5 mm de euros en el año transcurrido hasta mayo del 2009, en comparación con el superávit de 32,4 mm de euros contabilizado un año antes. El superávit de la balanza de servicios se redujo a 31,1 mm de euros en el año transcurrido hasta mayo del 2009, desde los 51,9 mm de euros registrados un año antes. Durante el mismo período, el déficit de la balanza de rentas aumentó de 12,3 mm de euros a 42,8 mm de euros, principalmente como resultado de la caída de los ingresos por rentas de no residentes en la zona del euro. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes sólo se incrementó ligeramente, de 93,8 mm a 101,0 mm de euros (véase gráfico 35).

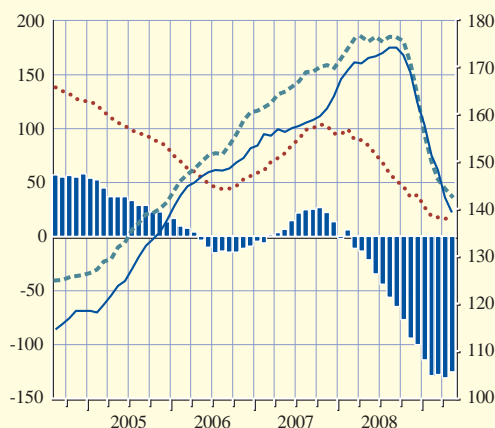
### CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta mayo del 2009, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 40,5 mm de euros, frente a las entradas netas de 20,0 mm de euros contabilizadas en los tres meses anteriores (véanse cuadro 7 y gráfico 36). Esta evolución se debió, principalmente, a un cambio de signo de los flujos de valores de renta variable que, en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, registraron, en promedio, entradas netas por importe de 10,4 mm de euros, frente a unas salidas netas de 6,8 mm de euros en el período transcurrido hasta febrero del 2009. Este cambio de signo, determinado por un retorno a las compras netas positivas de valores de renta variable de la zona del euro por parte de no residentes, tuvo su origen, principalmente, en las inversiones realizadas por instituciones distintas de IFM, que, posiblemente, se

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

(mm de euros; datos mensuales; datos desestacionalizados)

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

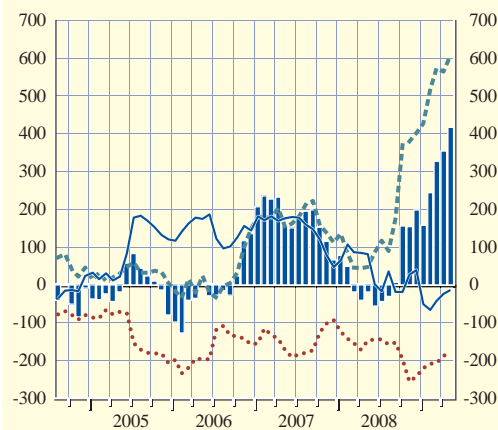


Fuente: BCE.

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

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

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



Fuente: BCE.

vieron favorecidas por una moderación de las preferencias de los inversores por activos más líquidos con plazos más cortos. Por su parte, la inversión neta en instrumentos de deuda se mantuvo prácticamente estable en el período de tres meses que finalizó en mayo del 2009, registrándose entradas netas por importe de 36,4 mm de euros, de los cuales 28 mm de euros correspondieron a bonos y obligaciones. La distribución geográfica de las inversiones de cartera, disponible hasta el primer trimestre del 2009, indica que las ventas netas de valores extranjeros realizadas por inversores de la zona del euro correspondieron, principalmente, a valores emitidos en centros financieros extraterritoriales, Reino Unido y Japón. Al mismo tiempo, se registraron compras netas, básicamente de valores emitidos por instituciones de la UE y economías emergentes.

Por lo que respecta a las inversiones directas netas, tanto las inversiones directas de residentes de la zona del euro en el exterior como las inversiones directas extranjeras realizadas en la zona por no residentes repuntaron en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, posiblemente como consecuencia de las estrategias mundiales de consolidación de los mercados. Si bien la inversión directa extranjera en la zona del euro registró entradas algo más fuertes, siguió siendo sobrepasada por la inversión directa en el exterior de los residentes en la zona, contabilizándose, en los tres meses transcurridos hasta mayo del 2009, unas salidas netas de inversiones directas de 6,3 mm de euros, frente a los 10,6 mm de euros registrados en el anterior período de tres meses. La distribución geográfica de las inversiones directas, disponible hasta el primer trimestre del 2009, indica que las salidas más grandes se registraron en los flujos con dirección a Estados Unidos, el Reino Unido y las economías emergentes. Por el contrario, las entradas netas tuvieron su origen, principalmente, en los centros financieros extraterritoriales y Canadá.

En conjunto, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera en el período de doce meses transcurrido hasta mayo del 2009 ascendieron a 418,1 mm de euros (frente a las salidas netas de 17,9 mm de euros registradas en el mismo período un año antes) y tuvieron su origen, principalmente, en un aumento de las entradas netas de inversiones de cartera (véase gráfico 36). La desagregación de las inversiones de cartera por principales categorías de instrumentos indica que esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por las entradas netas registradas en el segmento del mercado monetario. Concretamente, las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro aumentaron vertiginosamente, hasta 321,3 mm de euros, en el período de doce meses transcurrido hasta mayo del 2009, en comparación con las salidas netas de 98,7 mm de euros contabilizadas el año anterior. Es probable que esta evolución guarde relación, principalmente, con el desarrollo de la dinámica de la crisis financiera, en el sentido de que el elevado nivel de volatilidad de los mercados de capitales, así como el grado excepcionalmente alto de incertidumbre y las sombrías perspectivas de la economía mundial podrían haber inclinado las preferencias de los inversores no sólo a la búsqueda de calidad y seguridad, sino también de activos más líquidos con plazos de vencimiento más cortos. Por su parte, la evolución de las inversiones directas durante el pasado año parece apuntar a un aumento general del sesgo nacional. Pese al reciente repunte, los flujos de inversiones directas fueron sensiblemente menores en los doce meses transcurridos hasta mayo del 2009 que en el mismo período del año anterior, tanto en el activo como en el pasivo. No obstante, dado que el descenso de las inversiones directas netas de no residentes en la zona del euro fue mayor que la contracción de las inversiones directas netas de la zona en el exterior, las salidas netas ascendieron a 175,5 mm de euros en el período de doce meses que finalizó en mayo del 2009, desde los 147,5 mm de euros contabilizados en el año anterior.

Por último, en lo que respecta a la posición de inversión internacional de la zona del euro, los datos correspondientes al primer trimestre del 2009 indican un aumento de la posición deudora neta, hasta el 21,6% del PIB, como resultado, principalmente, del incremento de las entradas netas de inversiones de cartera en la zona del euro.



# FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

*La evolución de la financiación de la vivienda desempeña un papel importante en los análisis que realiza el BCE, especialmente en el análisis de la transmisión de la política monetaria, el análisis monetario y el seguimiento de la integración de los mercados financieros. En este artículo se presenta una panorámica de los hechos más importantes que han caracterizado la evolución de la financiación de la vivienda desde 1999, en lo que se refiere tanto a los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de vivienda como a la financiación de estos préstamos por parte de las entidades de crédito. Los préstamos para vivienda registraron un fuerte crecimiento en el período 1999-2007, con el consiguiente aumento del endeudamiento de los hogares, pero este crecimiento se ha venido moderando desde el 2006 y se ha ralentizado notablemente en el 2008. Aunque los préstamos para vivienda siguen presentando características diferentes en los distintos países de la zona del euro, en la mayor parte de estos países se ha observado un incremento de la financiación de mercado, titulización incluida, en el período 1999-2007. Sin embargo, como consecuencia de las recientes turbulencias financieras, esta evolución se ha invertido, en cierta medida, a favor de una financiación más tradicional basada en los depósitos. El aumento de la carga por intereses, al que los hogares tienen que hacer frente debido a su mayor endeudamiento, tiende a reforzar la transmisión de la política monetaria, mientras que el incremento de la financiación de mercado por parte de las IFM tiende a actuar en la dirección opuesta. Finalmente, pese al proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros de las dos últimas décadas, que ha dado lugar a una mayor disponibilidad de instrumentos hipotecarios, las diferentes características de los préstamos hipotecarios entre los países de la zona del euro indican que existe todavía cierto margen para potenciar la integración de los mercados hipotecarios.*

## I INTRODUCCIÓN

El seguimiento y la valoración de la evolución de la financiación de la vivienda desempeñan un papel importante en los análisis que realizan el BCE y el Euro-sistema. Ello se debe a que la financiación de la compra de una casa suele ser la operación financiera de mayor envergadura que un hogar acomete a lo largo de su vida, y los préstamos tomados para este fin representan, con mucho, el mayor pasivo del sector hogares<sup>1</sup>. En la zona del euro, la mayor parte de los préstamos para vivienda son concedidos por entidades de crédito y representan, en términos agregados, cerca de un tercio del total de préstamos otorgados por las IFM<sup>2</sup>. En la financiación de la vivienda, hay al menos tres áreas principales que suscitan el interés del BCE.

En primer lugar, la financiación hipotecaria contribuye directamente a la transmisión de los cambios de política monetaria al gasto agregado, a través de la inversión residencial y del consumo privado. Su importancia depende, en cierta medida, de si los intereses de los préstamos para adquisición de vivienda son fijos o variables, dado que la transmisión de la política monetaria será, en principio, más rápida en este último caso.

En segundo lugar, es importante comprender la evolución de la financiación de la vivienda para valorar la naturaleza de las tendencias monetarias, como parte de un análisis monetario general. A este respecto es relevante determinar, por ejemplo, si un fuerte crecimiento de los préstamos y del endeudamiento refleja el ciclo económico o factores estructurales, y/o si refleja factores determinantes fundamentales.

En tercer lugar, las diferencias entre países, en cuanto a condiciones de financiación hipotecaria, prácticas hipotecarias e instituciones relevantes, influyen en el nivel de integración del sistema financiero de la zona del euro. Desde el punto de vista de la política monetaria, una mayor integración de los mercados de financiación de la vivienda, tanto en lo que refiere a las características de los préstamos para vivienda como a su financia-

1 Los datos que figuran en este artículo proceden, en gran medida, de «Housing finance in the euro area», Occasional Paper, n.º 101, 2009, BCE, elaborado por un grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC.

2 En este artículo se emplean indistintamente los términos «préstamos para vivienda» (*housing loans*), «préstamos para adquisición de vivienda» (*loans for house purchase*) e «hipotecas» (*mortgages*). Dado que el análisis objeto del presente artículo se refiere al período 1999-2008, Eslovaquia no está incluida.

ción, fomenta, en principio, la convergencia en la velocidad y la intensidad con las que la política monetaria afecta a la economía real y a los precios en las distintas economías nacionales.

Estas tres áreas de interés se han situado en el centro de la atención a raíz de la crisis inmobiliaria que se inició en Estados Unidos y que ha dado lugar a una crisis financiera mundial. La zona del euro se ha caracterizado por acusados descensos de los precios en algunos mercados de la vivienda, por desfavorables perspectivas de renta de los hogares y por crecientes dificultades de acceso de las entidades de crédito a los mercados de renta fija para financiar los préstamos hipotecarios. Todo ello ha suscitado dudas sobre la presente solidez de este canal de transmisión de la política monetaria y sobre la sostenibilidad de los actuales niveles de deuda.

El análisis y la valoración de la evolución de la financiación de la vivienda exigen un profundo conocimiento tanto de esta evolución en el tiempo como de las diferencias existentes entre los países de la zona del euro. En este artículo se describe la evolución de la financiación de la vivienda, analizando los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda y su financiación por parte de las entidades de crédito. En la segunda sección se examina la evolución del endeudamiento hipotecario y de los préstamos para adquisición de vivienda en el período transcurrido desde el inicio de la UEM (1999-2007) y sus principales características. La tercera sección se centra en la manera en que las entidades de crédito han financiado el crecimiento de los préstamos hipotecarios, y en la cuarta sección se presentan algunas conclusiones. En la medida de lo posible se analiza también la evolución de la financiación de la vivienda después del 2007.

## 2 EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA Y FACTORES SUBYACENTES

Los préstamos concedidos a hogares en los países de la zona del euro proceden, principalmente, de las IFM, reflejo de la orientación bancaria del sistema financiero. Ello se aplica también a los préstamos

para adquisición de vivienda, de los que más del 90% son otorgados por las IFM de la zona del euro. En los países de la zona en los que, históricamente, las instituciones distintas de IFM, especialmente las empresas de seguros, han desempeñado un papel relevante en la concesión de préstamos para vivienda (Bélgica, Alemania y Países Bajos), la cuota de mercado de estas instituciones ha menguado en el transcurso de la pasada década. Por este motivo, el resto del artículo se centrará en los préstamos para adquisición de vivienda otorgados por las IFM<sup>3</sup>. En esta sección se describe la evolución de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro desde 1999, analizando en primer lugar la actividad desarrollada en el período 1999-2007 y luego la evolución más reciente registrada en el 2008. A continuación se examinan los factores determinantes de las tendencias observadas en este período y se concluye con una descripción de las principales características de los préstamos para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro.

### 2.1 EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA DESDE 1999

La deuda hipotecaria es claramente el mayor pasivo de los hogares de la zona del euro, ya que representaba aproximadamente el 70% del total de sus pasivos financieros al final del 2008. Más aún, el peso de los préstamos para adquisición de vivienda sobre el total de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ha venido mostrando una tendencia creciente, alcanzando el 72% en el 2008, lo que representó un aumento de unos 20 puntos porcentuales con respecto al principio de los años noventa.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda se mantuvo en la zona del euro en cifras de dos dígitos a lo largo del período 1999-2007, con una tasa media del 11,5% (véase gráfico 1). En este período se distinguen dos picos cíclicos. El prime-

<sup>3</sup> Cabe observar que en la zona del euro existen escasas hipotecas transfronterizas, que sólo representan un pequeño porcentaje del total de préstamos concedidos.



**Gráfico 1 Crecimiento y nivel de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; porcentajes; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda se han ajustado de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por ventas o titulaciones. Debido a la falta de datos sobre préstamos dados de baja del balance por sectores y finalidad del préstamo, se supone que todos los préstamos dados de baja son préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

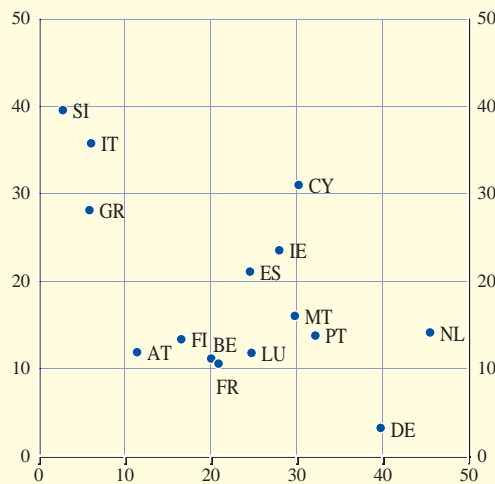
ro, en el cuarto trimestre de 1999, estuvo impulsado por el boom de la «nueva economía» y por condiciones de financiación especialmente favorables. El segundo, en el primer trimestre del 2006, dio paso a un endurecimiento gradual de las condiciones de financiación y a una moderación del crecimiento de los precios de la vivienda, que llegó incluso a caer en algunos países de la zona del euro. Desde una perspectiva cíclica, el gran dinamismo de los préstamos hipotecarios en este período impulsó de forma significativa el endeudamiento de los hogares de la zona del euro por préstamos para adquisición de vivienda, desde cerca del 25% del PIB nominal a comienzos del año 1999 hasta el 40% en el cuarto trimestre del 2007.

Mientras que la deuda hipotecaria aumentó en todos los países de la zona del euro, la magnitud de este aumento varió considerablemente de un país a otro, debido, en cierta medida, a que sus niveles iniciales de endeudamiento eran diferentes. Algunos de los países, como Eslovenia y Grecia, que

tenían un nivel de endeudamiento reducido al principio del período registraron tasas medias de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda muy elevadas, que llegaron a superar el 25% (véase gráfico 2). Esta tendencia hacia la convergencia refleja un proceso de ajuste hacia un nuevo nivel de endeudamiento de equilibrio, que puede sin embargo rebasarse en algún momento a lo largo de la senda de ajuste. Aunque es difícil determinar empíricamente este nivel de equilibrio, éste es uno de los aspectos del análisis monetario general que realiza el BCE.

**Gráfico 2 Crecimiento y nivel inicial de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; porcentajes; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)

Eje de las abscisas: ratio entre deuda hipotecaria y PIB en 1999<sup>1)</sup>Eje de las ordenadas: tasa de crecimiento interanual en el período 1999-2007<sup>2)</sup>

Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Véanse notas del gráfico 1.

1) La ratio entre los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda y el PIB se ha calculado sobre el primer trimestre del año 1999, salvo para Chipre (cuarto trimestre del 2005), Malta (primer trimestre del 2005) y Eslovenia (primer trimestre del 2004). No se dispone de datos de saldos vivos de préstamos dados de baja del balance en el primer trimestre del año 1999 para todos los países. Sin embargo, en aquella época se realizaban escasas operaciones de titulización en los países de la zona del euro, lo que sugiere que las eventuales distorsiones derivadas de la falta de esta información serán relativamente pequeñas. Para Luxemburgo, la ratio sobrevalora el endeudamiento de los hogares residentes en ese país, debido a la magnitud de los préstamos a hogares residentes en otros países de la zona del euro.

2) La tasa media de crecimiento interanual se ha calculado sobre el período 1999-2007, salvo para Chipre (2006-2007), Malta (2005-2007) y Eslovenia (2004-2007). Para Italia, la tasa media de crecimiento interanual ha quedado distorsionada al alza, debido a la falta de datos sobre amortizaciones de préstamos dados de baja del balance. Si no se efectuara ningún ajuste por los préstamos dados de baja del balance, para Italia la tasa media de crecimiento interanual correspondiente al período 1999-2007 sería del 18%.

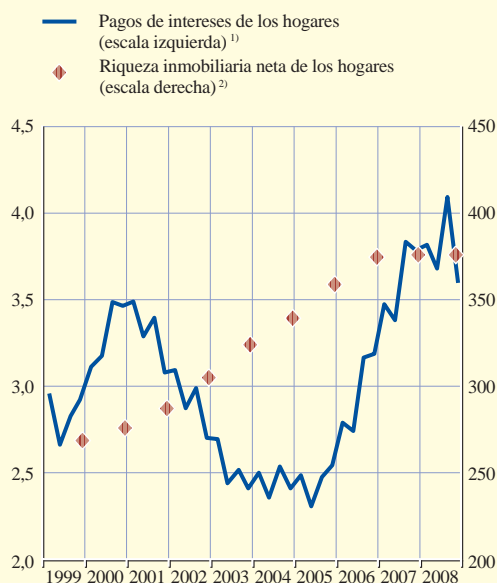
A este respecto, las tasas de crecimiento excepcionalmente altas de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda observadas en el período 2005-2007 en algunos países de la zona del euro, en un entorno de vigoroso crecimiento monetario, apuntaron a una acumulación de desequilibrios. Estos desequilibrios no se manifestaron necesariamente en los precios de consumo, aunque se reflejaron en una elevación de los precios de los activos y, en particular, de los de la vivienda.

El aumento del endeudamiento de los hogares, aunque pueda considerarse como una reacción justificada ante la relajación de las restricciones de crédito y ante un persistente descenso de la inflación y de los costes de financiación nominales y reales, puede tener importantes repercusiones macroeconómicas. Este aumento implica que las variaciones de los tipos de interés, como las determinadas por la política monetaria, incidirán en mayor medida en el gasto discrecional de los hogares, lo que apunta al fortalecimiento del canal de transmisión de la política monetaria que opera a través de modificaciones de los tipos de interés. Sin embargo, también implica un mayor impacto sobre el gasto de consumo de cambios en los tipos de interés no determinados por la política monetaria (como los impulsados por tensiones en los mercados financieros) y de variaciones de la renta real y esperada. El gráfico 3 muestra que, aunque la carga por intereses de los hogares de la zona del euro creció desde el 2,9% de su renta bruta disponible en el primer trimestre del año 1999 hasta el 3,6% en el cuarto trimestre del 2008, este incremento fue mucho más moderado que el experimentado por el endeudamiento. Por otro lado, el aumento no fue continuo a lo largo del período, con un descenso de la carga por intereses entre el 2001 y mediados del 2005, en un contexto de caída y posterior estabilización de los tipos de interés. Por el contrario, desde finales del 2005 el abandono gradual de una política monetaria más acomodaticia se reflejó en un aumento de la carga por intereses, que se interrumpió como resultado del pronunciado recorte de los tipos de interés oficiales llevado a cabo en el cuarto trimestre del 2008.

El aumento del endeudamiento de los hogares relacionado con los préstamos para vivienda se refleja

### Gráfico 3 Pagos de intereses y riqueza inmobiliaria neta de los hogares en la zona del euro

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos de calendario)



Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Los pagos de intereses se refieren a todos los pagos de intereses realizados por los hogares, independientemente de la finalidad del préstamo subyacente.

2) La riqueza inmobiliaria neta de los hogares se ha calculado como la riqueza inmobiliaria de los hogares (neta de amortizaciones), menos los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda ajustados de préstamos dados de baja del balance (véanse notas del gráfico 1).

en la riqueza inmobiliaria de los hogares. Pese al fuerte incremento del endeudamiento de los hogares observado desde 1999, la riqueza inmobiliaria neta (es decir, la riqueza inmobiliaria neta de préstamos para adquisición de vivienda) ha aumentado. Ello fue resultado, tanto de un efecto de valoración derivado de la fuerte subida de los precios de la vivienda a lo largo de la mayor parte de este período, como del hecho de que, para adquirir una vivienda, los hogares de los países de la zona del euro necesitan generalmente complementar los fondos tomados prestados con sus propios recursos (de forma que las ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía son muy inferiores al 100%)<sup>4</sup>.

4 Para un análisis más exhaustivo de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro y de su relación con el consumo privado, véase el artículo titulado «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero del 2009.

El seguimiento de la evolución del endeudamiento de los hogares, de la carga por intereses y de la riqueza neta es fundamental, no sólo desde la perspectiva macroeconómica mencionada anteriormente, sino también para evaluar la vulnerabilidad del sector hogares<sup>5</sup>, que, a su vez, influye en la estabilidad del sector de las IMF, que son los mayores prestamistas de los hogares. Al mismo tiempo, la evolución agregada del conjunto del sector hogares puede ocultar concentraciones de riesgos derivadas de una distribución sesgada del endeudamiento entre los distintos hogares y de desajustes entre los niveles de activos y pasivos de los mismos, lo que sugiere que este análisis ha de complementarse con un examen de los datos para distintos hogares procedentes de las encuestas<sup>6</sup>.

Cuando surgieron las tensiones en los mercados financieros en el verano del 2007, los préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda ya estaban registrando una evolución más moderada, dado que el crecimiento de los precios de la vivienda estaba perdiendo impulso y que los tipos de interés de los préstamos estaban subiendo, en respuesta al progresivo endurecimiento de la política monetaria registrado después de diciembre del 2005. La demanda de préstamos hipotecarios se redujo aún más, como consecuencia del rápido deterioro del entorno macroeconómico y del consiguiente notable crecimiento de la incertidumbre. La evolución del mercado de la vivienda y el entorno macroeconómico afectaron también a la actitud de las entidades de crédito respecto a la concesión de préstamos, provocando un marcado endurecimiento de sus criterios de aprobación del crédito. Además, factores relacionados con el propio sector bancario, como restricciones de los balances, financiación de los bancos y consideraciones de liquidez, reforzaron este endurecimiento (véase gráfico 4). En consecuencia, los préstamos de las IFM siguieron manteniendo una evolución moderada, con tasas de crecimiento interanual inferiores a las observadas al final del 2001, cuando se alcanzó el punto más bajo del ciclo anterior. En efecto, en términos nominales, la tasa de crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares para adquisi-

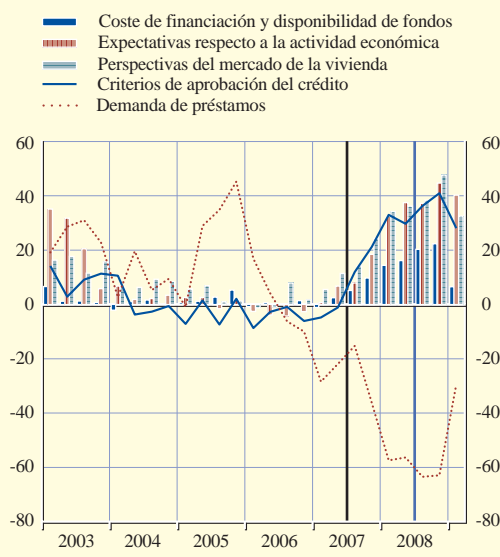
ción de vivienda registrada en el primer trimestre del 2009 fue la más baja desde el inicio de la serie en 1980, mientras que, en términos reales (utilizando el deflactor del PIB), no descendió hasta los niveles registrados en 1982 y 1991. De todos modos, la evolución moderada de estos préstamos en los últimos trimestres debe sopesarse a la luz del endeudamiento sin precedente de los hogares y de las elevadísimas tasas de crecimiento observadas en años anteriores en algunos países de la zona del euro. A este respecto, la actual debilidad de los préstamos hipotecarios podría considerarse como parte de una necesaria corrección de anteriores desequilibrios.

5 En la publicación Financial Stability Review del BCE se realiza periódicamente una valoración de la vulnerabilidad del sector hogares sobre la base, entre otros, de estos indicadores.

6 Los datos disponibles procedentes de las encuestas relativas a los países de la zona del euro se analizan en el recuadro titulado «Distribution of mortgage debt across the population: indications from national household surveys», en «Housing finance in the euro area», Occasional Paper n.º 101, 2009, BCE.

**Gráfico 4 Cambios en los criterios de aprobación del crédito aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, factores contributivos y cambios en la percepción de la demanda de préstamos**

(porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Notas: Las líneas verticales indican el inicio de las turbulencias financieras (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea azul). Las series representadas se refieren a los porcentajes netos de respuestas a las correspondientes preguntas de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro.

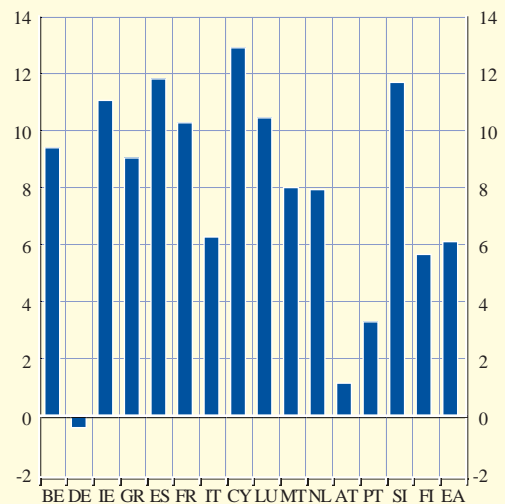
## 2.2 FACTORES DETERMINANTES DE LAS TENDENCIAS DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

Además del nivel de endeudamiento de los hogares, otros factores han contribuido claramente a configurar la evolución de los préstamos hipotecarios en la zona del euro. Estos factores están relacionados, entre otras cosas, con la evolución del mercado de la vivienda, el entorno macroeconómico (reflejado en el nivel y la volatilidad del crecimiento de la renta y de la inflación, y en el nivel de los tipos de interés), la evolución demográfica y las características de los sistemas financieros, en cuanto a su grado de liberalización y eficiencia. Asimismo, la heterogeneidad de estos factores entre países es un elemento crucial para comprender la disparidad de la tasa media de crecimiento del endeudamiento de los hogares entre los distintos países de la zona del euro.

La evolución del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda está estrechamente relacionada con la del mercado de la vivienda. Entre los años 1999 y 2007, los precios de los inmuebles residenciales registraron una tasa media de crecimiento interanual del 6,1% en la zona del euro, lo que supone un aumento acumulado de cerca del 70% (véase gráfico 5). Sin embargo, se observó una considerable heterogeneidad entre los países de la zona del euro. La tasa media de crecimiento interanual de los precios de la vivienda fue particularmente elevada en Irlanda y España, países en los que el endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda aumentó también notablemente. En Alemania, los precios de la vivienda disminuyeron a una tasa media interanual del 0,4% en el período considerado, al tiempo que se observó un muy débil crecimiento de los préstamos. En principio, la elevación de los precios de los inmuebles residenciales tiende a incrementar la necesidad de financiación y el endeudamiento. Además, la cuantía de los préstamos que los hogares pueden obtener suele estar limitada por el valor de la garantía que pueden ofrecer. El aumento de los precios de los inmuebles residenciales eleva el valor de la garantía aportada por los prestatarios y su capacidad de endeudamiento. Al mismo tiempo,

Gráfico 5 Precios de los inmuebles residenciales

(variación porcentual media anual)



Fuente: BCE.

Notas: El crecimiento medio anual se ha calculado sobre el período 1999-2007, salvo para Chipre (2003-2007), Luxemburgo (1999-2006), Eslovenia (2005-2007) y Finlandia (2001-2007). EA se refiere a la zona del euro.

po, la mayor disponibilidad de crédito puede ejercer también una incidencia al alza sobre los precios de la vivienda, especialmente a corto plazo, cuando la oferta de vivienda no puede ajustarse plenamente. Una relación causal bidireccional es lo más plausible, aunque se trata, en definitiva, de una cuestión empírica.

La situación macroeconómica de los países de la zona del euro ha conducido también a un nuevo aumento del endeudamiento de los hogares. La volatilidad del crecimiento del PIB real fue relativamente reducida durante el período examinado, con lo que disminuyó la incertidumbre de los hogares respecto a la renta. Este factor, unido al hecho de que el nivel y la volatilidad de la inflación descendieron marcadamente en el período previo al inicio de la tercera fase de la UEM y se mantuvieron en una senda moderada a lo largo del período analizado, configuró un entorno macroeconómico estable, que propició la acumulación de la deuda. Además, la renta disponible real de los hogares se elevó con relativa rapidez entre los años 1999 y 2008, especialmente en algunos de los países de la zona del

euro, como Irlanda, Grecia y España, en los que el endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda registró tasas de crecimiento excepcionalmente elevadas. El aumento de la renta disponible de los hogares supone un mejor nivel de vida, que genera, a su vez, una mayor necesidad de vivienda, tanto en términos de cantidad como de calidad. Por otra parte, una renta más alta permite hacer frente a una carga de amortización del préstamo más elevada, incrementando así la capacidad de endeudamiento de los hogares.

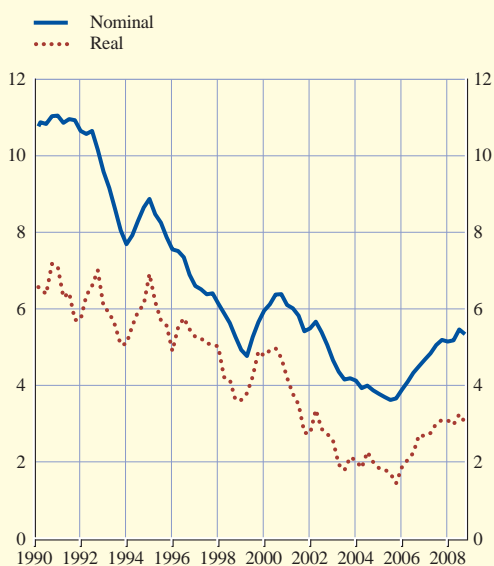
El reducido nivel y la escasa volatilidad de la inflación contribuyeron, en gran medida, a rebajar los tipos de interés nominales y reales. El gráfico 6 muestra que, desde 1999, el coste del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda fue particularmente bajo desde una perspectiva histórica, tanto en términos nominales como reales, pese al cambio de tendencia observado a partir de finales del 2005, en el contexto de la elevación de los tipos de interés oficiales. El reducido nivel de los tipos de interés incrementó la disposición y

capacidad de los hogares para aumentar su endeudamiento, al mejorar la accesibilidad a los préstamos. El impacto de este factor fue particularmente evidente en países de la zona del euro, como Grecia, Italia y Portugal, que, al incorporarse a la zona del euro, pasaron a un régimen de tipos de interés permanentemente más bajos. Sin embargo, pese a la tendencia general hacia la convergencia de los tipos de interés de los préstamos en todos los países de la zona del euro, sigue observándose cierta dispersión, como puede apreciarse en el gráfico 7<sup>7</sup>. Cabe destacar que la dispersión de los tipos de interés de los préstamos entre los distintos países, medida, por ejemplo, por su coeficiente de variación, disminuyó durante el período en el que los tipos de interés oficiales se mantuvieron en general estables, mientras que tendió a aumentar tras registrarse variaciones de estos tipos de interés, especialmente en el caso de cambios rápidos. Ello

7 Las diferencias entre los tipos de interés aplicados por las IFM en los distintos países de la zona del euro y los factores determinantes de las mismas se analizan en «Differences in MFI interest rates across euro area countries», BCE, 2006.

**Gráfico 6 Tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

(en porcentaje)

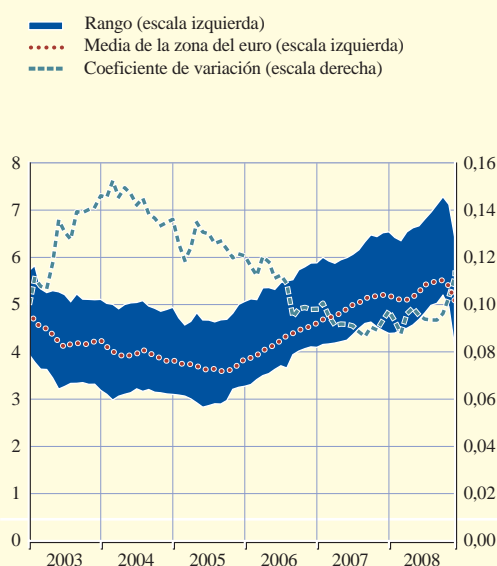


Fuente: BCE y estimaciones del BCE.

Notas: El tipo de interés es el tipo de interés compuesto de los préstamos para adquisición de vivienda. Las distintas series se ponderan por el volumen de nuevas operaciones. La serie de tipos de interés reales se ha calculado utilizando el deflactor del PIB.

**Gráfico 7 Dispersión de los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda entre los países de la zona del euro**

(en porcentaje)



Fuente: BCE.

Notas: El coeficiente de variación se ha calculado como la desviación típica de los tipos de interés entre los países, dividida por el tipo de interés medio de la zona del euro. Debido a los escasos datos disponibles, Chipre, Luxemburgo y Malta no se incluyen en los cálculos.

sugiere la existencia de diferencias entre los países, en cuanto a la velocidad con la que las variaciones de los tipos de interés oficiales se transmiten a los tipos de interés de los préstamos, lo que puede haberse acentuado como consecuencia de las recientes turbulencias financieras<sup>8</sup>.

Los factores demográficos, como el crecimiento de la población y su composición por edades, afectan a la evolución del endeudamiento de los hogares a través de la demanda de vivienda. Un aumento de la demanda de vivienda debido al crecimiento de la población incrementará, en cierta medida, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, lo que incidirá en el nivel de endeudamiento de los hogares. Entre los años 1999 y 2008, la población de la zona del euro registró una tasa media de crecimiento interanual ligeramente superior al 0,4%. Además, la participación del grupo de edades comprendidas entre 35 y 44 años, es decir, de las personas que adquieren su primera vivienda, aumentó hasta el 24% en el 2008, desde el 22% observado al principio del período. En algunos países de la zona del euro, como Irlanda, España, Chipre y Luxemburgo, el crecimiento interanual de la población superó, en promedio, el 1%, como consecuencia, en parte, de los intensos flujos migratorios. En particular, en Irlanda y en España se considera que los factores demográficos han desempeñado un papel importante en determinar el rápido ritmo de crecimiento del endeudamiento de los hogares para adquisición de vivienda.

El proceso de desregulación y liberalización de los mercados financieros ha cambiado la financiación de la vivienda en la zona del euro en las dos últimas décadas. Aunque este proceso se completó casi enteramente en la mayor parte de los países de la zona del euro a comienzos de los años noventa, sus efectos todavía se hacían sentir en el período 1999-2007, dado que el ajuste que supuso para los participantes en el mercado llegó con cierto retraso. Este proceso conllevó la eliminación de una serie de restricciones que habían limitado anteriormente la capacidad del mercado de financiación de la vivienda para responder a la demanda de préstamos de los hogares, por lo que ciertos hogares no habían podido acceder a este

mercado<sup>9</sup>. En consecuencia, la participación de los hogares en el mercado hipotecario se elevó y los prestatarios pudieron aumentar su endeudamiento hasta niveles acordes con la renta y la accesibilidad a los préstamos. Además, la entrada de nuevas entidades hipotecarias incrementó la competencia en los mercados hipotecarios, por lo que se ofrecieron a los hogares mejores condiciones de financiación, en cuanto a precios y otros aspectos. En particular, en lo que se refiere a los precios se redujeron los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos para vivienda y los respectivos tipos de indiciación, o costes de oportunidad, en casi todos los países de la zona del euro, a partir del 2003, año en que empiezan las series relevantes de tipos de interés<sup>10</sup>. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman también la relevancia de las presiones competitivas para relajar los criterios de aprobación del crédito durante este período. Estas presiones también dieron lugar a un mayor esfuerzo de innovación por parte de las entidades hipotecarias, con la consiguiente ampliación de la gama de productos hipotecarios (véase apartado siguiente). El resultado fue que los hogares estaban en mejor situación para cubrir sus necesidades de financiación, lo que llevó a una mayor participación de los mercados hipotecarios y a un incremento del endeudamiento.

### 2.3 CARACTERÍSTICAS DE LOS PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

Con frecuencia, las principales características de los préstamos para adquisición de vivienda están relacionadas con prácticas de mercado tradicionales

- 8 La heterogeneidad que presenta la transmisión de los tipos de interés en los países de la zona del euro viene confirmada por unos análisis empíricos formales. Véase, por ejemplo, C. Kok Sørensen y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area – a cross country comparison», Working Paper n.º 580, 2006, BCE.
- 9 Estas restricciones se referían, por ejemplo, a tipos de interés máximos, límites al importe y a los plazos de vencimiento de los préstamos hipotecarios, barreras reglamentarias al acceso al mercado de financiación de la vivienda y limitaciones a la distribución de la cartera de las entidades de crédito, como el requisito de mantener cantidades importantes de deuda pública. La desregulación de los mercados hipotecarios en los países de la OCDE se analiza en N. Girouard y S. Blöndal, «House prices and economic activity», Working Paper n.º 279, 2001, Economics Department, OCDE.
- 10 Véase capítulo 5 de «Housing finance in the euro area», Occasional Paper n.º 101, 2009, BCE.



que, por razones históricas, han sido diferentes en los distintos países de la zona del euro. Sin embargo, en las dos últimas décadas el mercado de préstamos para vivienda ha evolucionado hacia la disponibilidad de una mayor variedad de productos hipotecarios. No obstante, persiste una considerable heterogeneidad entre los países, en lo que respecta a las características de los préstamos hipotecarios. En este apartado se describen las características actuales de los préstamos para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro, centrándose en los aspectos que son particularmente relevantes desde la perspectiva de la política monetaria.

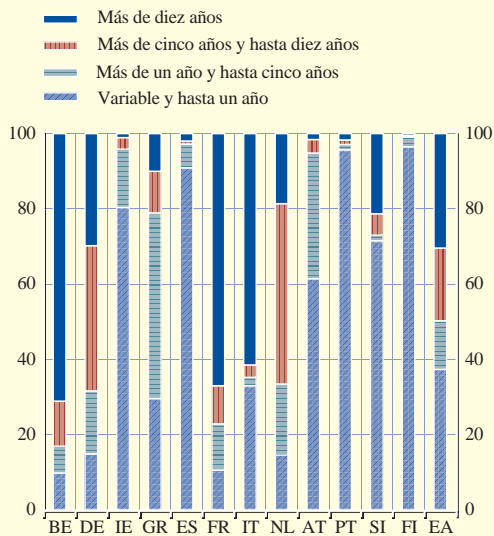
Probablemente, la característica de los préstamos hipotecarios más relevante para la política monetaria es si su tipo de interés es variable o fijo y, si es fijo, a lo largo de qué período. Con tipos de interés variables, las modificaciones de los tipos de interés oficiales afectan a la carga por intereses y, por tanto, a la renta disponible para el gasto, no sólo de los nuevos prestatarios sino también de los que tienen préstamos pendientes, por lo que tienen un impacto más acusado e inmediato sobre el consumo<sup>11</sup>. Ello supone una transmisión de la política monetaria más rápida e intensa, aunque sugiere también que el riesgo de tipo de interés recae más en los hogares que en las entidades hipotecarias, que suelen estar en mejores condiciones para mitigarlo. En la zona del euro, los préstamos para adquisición de vivienda a tipo de interés variable, o fijo por un período de hasta un año, representaron en el 2008 el 38% de todos los nuevos préstamos concedidos para adquisición de vivienda (véase gráfico 8). Esta participación ha disminuido con respecto al pico alcanzado al final del 2004, cercano al 60%, y ha vuelto a aumentar recientemente, lo que indica que la dirección de las modificaciones de los tipos de interés oficiales está influyendo en la elección del período de fijación del tipo de interés, aunque no es el único factor relevante.

Si se examina la situación en los distintos países de la zona del euro, en Irlanda, España, Portugal,

11 Este efecto se reduce en el caso de los préstamos a tipo de interés variable, pero con un máximo. De forma similar, se neutraliza en el caso de los préstamos con plazos variables, a fin de mantener cuotas mensuales de amortización fijas ante variaciones de los tipos de interés (véase más abajo).

**Gráfico 8 Nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda por período inicial de fijación del tipo de interés**

(porcentaje del total)



Fuente: BCE.

Nota: Los porcentajes se han calculado sobre la base del volumen de nuevas operaciones en el 2008. Debido a los escasos datos disponibles, Chipre, Luxemburgo y Malta no se incluyen en los cálculos. EA se refiere a la zona del euro.

Eslovenia y Finlandia predominan los tipos de interés variables. En Bélgica, Alemania, Francia y Países Bajos los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años representan bastante más del 60% de todos los nuevos préstamos concedidos para adquisición de vivienda. Mientras que la desagregación para estos grupos de países se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, en Italia y, particularmente, en Grecia la participación de los préstamos a tipo de interés variable, o fijo hasta un año, ha disminuido de forma significativa desde el 2007. El tipo de referencia utilizado para ajustar los tipos de interés variables es, en la mayoría de los casos, el EURIBOR (a tres, seis y doce meses), aunque en algunos países se utilizan también otros tipos de referencia, especialmente el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Si bien, con un funcionamiento normal de los mercados monetarios, la elección del tipo de referencia no reviste gran importancia, desde el inicio de las turbulencias financieras se ha convertido en un factor relevante, dado que la ampliación sin prece-

dente del diferencial entre los tipos de interés de mercado y los tipos oficiales, que no se tenía en cuenta, ha supuesto un tipo de interés relativamente más bajo para los prestatarios con préstamos indicados con el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

Desde la perspectiva de la política monetaria, la fijación de los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda ha de considerarse en conjunción con la existencia y el coste de la opción de amortización anticipada. Ello se debe a que incluso los prestatarios con préstamos a tipo de interés fijo pueden beneficiarse directamente de una reducción de los tipos de interés si pueden refinanciar sus préstamos. Además, estos prestatarios están protegidos frente a movimientos al alza de los tipos de interés, lo que supone que los efectos de la política monetaria en las fases de endurecimiento y relajación de la misma pueden ser asimétricos. La capacidad de refinanciación de los prestatarios depende de la posibilidad y del coste de amortizar anticipadamente el préstamo pendiente. En principio, la amortización anticipada parcial o total es posible en todos los países de la zona del euro. Mientras que, en varios países, la amortización anticipada está libre de gastos en el caso de los préstamos a tipo de interés variable, en los préstamos a tipo de interés fijo se pagan unos gastos, cuya cuantía depende de factores tales como el importe a amortizar y el plazo remanente del préstamo. En algunos países, la ley establece un límite a estos gastos, y en otros, son demasiado altos para atraer a los prestatarios. Por último, en algunos casos no se cobran gastos por amortización anticipada, pero la inclusión de esta opción en el contrato hipotecario supone un aumento del tipo de interés de unos 50 puntos básicos.

Normalmente, en la zona del euro el plazo de vencimiento de los préstamos para adquisición de vivienda oscila entre 20 y 30 años y se ha ido ampliando, en promedio, desde 1999, reflejo del impacto de la elevación de los precios de la vivienda, de la mayor esperanza de vida y del incremento, al menos antes del estallido de las turbulencias financieras, de las fuentes de financiación a largo plazo disponibles para las entidades hipo-

otecarias. Una novedad interesante ha sido la introducción de préstamos con plazo de vencimiento variable, es decir, que se amplía o reduce, a fin de mantener un pago mensual constante, ante variaciones de los tipos de interés. Estos préstamos permiten a los hogares suavizar los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre su gasto discrecional.

La ampliación gradual del plazo de vencimiento normal de los préstamos para adquisición de vivienda que se observa desde 1999 está también relacionada con la elevación de la ratio entre el principal y el valor de la garantía o ratio LTV (*loan-to-value ratio*) observada en la mayor parte de los países de la zona del euro durante este período, dado que los plazos de vencimiento más largos permiten contraer préstamos más importantes, sin perder la capacidad de hacer frente a las cuotas mensuales de amortización. En el 2007, la ratio LTV media de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda<sup>12</sup> de la zona del euro se situó en torno al 80%, con ratios para cada país que oscilaban entre el 63% de Malta y el 101% de los Países Bajos. Unas ratios LTV más altas suponen que las viviendas sean más asequibles para quienes adquieren su primera vivienda, dado que están menos condicionados por la cuantía del pago inicial. Al mismo tiempo, unas ratios LTV más elevadas conllevan un mayor riesgo de que movimientos adversos de los precios de la vivienda sitúen a su capital inmobiliario en valores negativos, lo que puede constituir una situación particularmente difícil, por ejemplo, si está expirando el período para el cual se acordó el tipo de interés del préstamo y hay que renegociar la estructura de precios del mismo.

### 3 FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA Y DE LAS IFM

En lo que se refiere a la financiación de los préstamos para adquisición de vivienda, en la última década se ha observado una tendencia hacia el modelo bancario universal, mientras que las entidades de crédito especializadas en financiación hipotecaria han perdido terreno. Además, la im-

12 Se refiere a la ratio LTV de un comprador de primera vivienda.

portancia de las instituciones financieras no bancarias como fuente de préstamos para vivienda ha disminuido (véase sección 2). En general, las estadísticas subestiman el creciente predominio de las IFM como fuente de préstamos para vivienda, debido a que los préstamos hipotecarios se dan de baja del balance de las entidades de crédito en el contexto de las operaciones de titulización. Así pues, en esta sección se proporcionan unas estimaciones de los préstamos dados de baja, a fin de presentar un cuadro más completo de los préstamos para vivienda originados por las IFM. Aparte de un reducido número de instrumentos de financiación directamente vinculados con los préstamos hipotecarios, las IFM recurren a sus fuentes generales de financiación para atender a los préstamos para vivienda. Por esta razón, en esta sección se analiza, en primer lugar, la financiación general de las IFM en el período 1999-2007, y en segundo lugar, los cambios que experimentó a raíz de las turbulencias financieras del 2008.

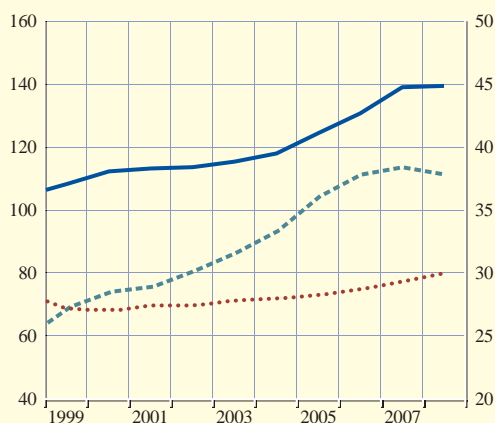
En el período 1999-2007, las IFM recurrieron de forma creciente a la financiación de mercado, lo que puede explicarse por los efectos tanto de la demanda como de la oferta. Por lo que refiere a los efectos de la demanda de préstamos, el fuerte crecimiento de los préstamos registrado hasta el 2007 no estuvo acompañado del correspondiente crecimiento de los depósitos en el lado del pasivo del balance de las IFM [véase panel a) del gráfico 9]. Por consiguiente, se hizo frente a la creciente brecha entre los préstamos y los depósitos mediante una mayor financiación de mercado. En lo que respecta a los efectos de la oferta, la evolución de los mercados financieros y las iniciativas institucionales, como la promulgación de leyes relativas a la emisión de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief en algunos países de la zona del euro, así como las operaciones de titulización, incrementaron el recurso a la financiación de mercado por parte de las IFM de la zona del euro. La existencia de instrumentos alternativos de financia-

Gráfico 9 Brecha entre préstamos y depósitos de las IFM de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

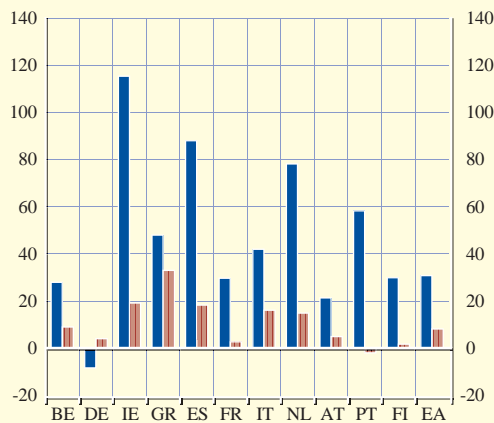
a) Zona del euro (1999-2008)

- Total de préstamos a sectores distintos de IFM
- ..... Depósitos de sectores no financieros de la zona del euro
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda (escala derecha)



b) Variaciones entre 1999 y 2007

- Total de préstamos a sectores distintos de IFM
- ..... Depósitos de sectores no financieros de la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: Los datos incluyen estimaciones de los préstamos dados de baja del balance. En el panel b) no se incluye Luxemburgo debido a que, en el período considerado, el PIB creció en mayor medida que los préstamos a los sectores distintos de IFM y que los depósitos al por menor, de modo que las dos ratios disminuyeron de forma acusada. EA se refiere a la zona del euro.

ción, junto con la financiación tradicional de las IFM mediante depósitos, permitió el rápido crecimiento de los préstamos en la pasada década. Como puede apreciarse en el panel b) del gráfico 9, los países de la zona del euro con el mayor crecimiento del total de préstamos (incluidos los datos de baja) a los sectores distintos de las IFM en relación con el PIB en el período 1999-2007 (Irlanda, España, Países Bajos y Portugal) fueron los que experimentaron el mayor aumento de las brechas entre préstamos y depósitos. Sólo en Alemania el crecimiento de los depósitos de los sectores no financieros de la zona del euro superó ligeramente el del total de préstamos, que fue negativo en relación con el PIB en el período examinado.

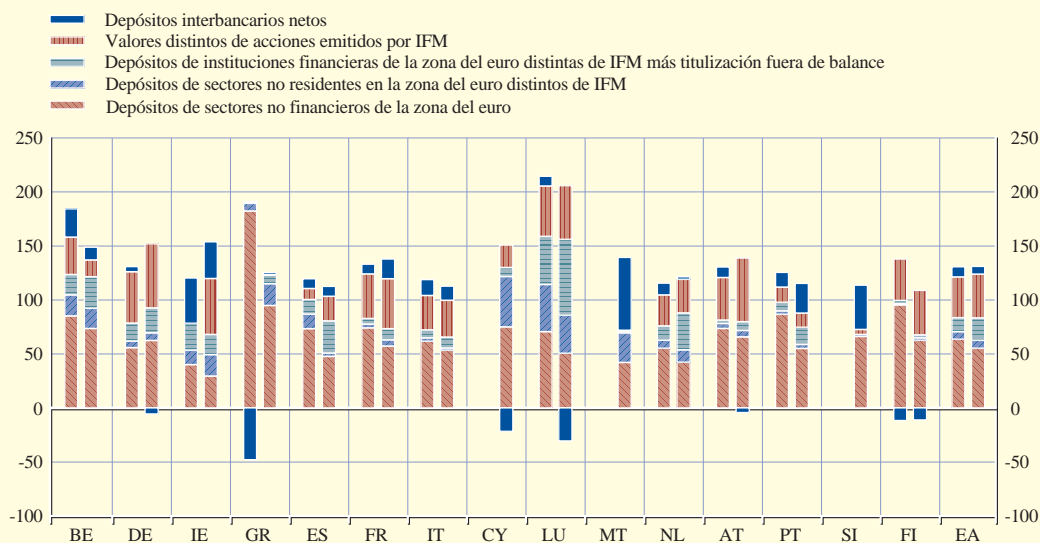
### 3.1 FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS IFM

Para analizar la financiación de las IFM, se han clasificado los pasivos bancarios en varias categorías (véase gráfico 10). Los depósitos de los sectores no financieros de la zona del euro pueden considerarse como una aproximación de los depósitos

al por menor y son una fuente relativamente estable de financiación para las IFM, aunque su plazo de vencimiento es, en promedio, mucho más corto que el de los préstamos para vivienda. Los depósitos al por menor son generalmente menos sensibles a cambios en la percepción del riesgo y su remuneración suele ser más baja que la de los depósitos al por mayor. Al mismo tiempo, la mayor competencia de la banca por Internet y de los fondos de inversión ha contribuido a elevar la remuneración de los depósitos al por menor en los últimos años. Los depósitos de los sectores no residentes en la zona del euro distintos de las IFM, que suelen ser depósitos al por mayor, son ligeramente menos estables, debido al riesgo de tipo de cambio y a su mayor dependencia del clima económico. Salvo escasas excepciones, se trata de depósitos colocados por grandes empresas o sociedades financieras. Fuentes de financiación como la financiación interbancaria, la emisión de valores distintos de acciones y la titulización son incluso menos estables, ya que, o bien son operaciones a muy corto plazo, o bien dependen en gran

Gráfico 10 Fuentes alternativas de financiación

(1999 IV y 2007 IV; en porcentaje del total de préstamos de las IFM a sectores distintos de IFM)



Fuente: BCE.

Notas: Para cada país, la primera barra se refiere al cuarto trimestre del año 1999, y la segunda, al cuarto trimestre del año 2007. Para Chipre, Malta y Eslovenia no se dispone de datos sobre el cuarto trimestre del año 1999. Los «depósitos de instituciones financieras de la zona del euro distintas de IFM más titulización fuera de balance» incluyen los depósitos de otros intermediarios financieros y de empresas de seguro y fondos de pensiones, así como estimaciones de préstamos dados de baja del balance, y representan una estimación de las operaciones de titulización totales. EA se refiere a la zona del euro.

medida de la situación del mercado, tal y como se observó en el contexto de las recientes turbulencias financieras. Para el sector IFM en su conjunto, los préstamos interbancarios netos, que son la diferencia entre los depósitos entre IFM y los préstamos entre IFM, tienen una importancia relativamente limitada, dado que no tienen en cuenta las posiciones de concesión o toma de préstamos dentro del sector IFM. Los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, en forma de bonos con o sin garantía, son más sensibles que los depósitos a la situación del mercado. Sin embargo, estas emisiones contribuyen a reducir el desajuste entre el vencimiento de los activos y el de los pasivos, ya que los valores distintos de acciones suelen tener un plazo de vencimiento más largo que el de los depósitos. Finalmente, como resultado de las diferencias regulatorias entre los países de la zona del euro, los préstamos titulizados no se dan siempre de baja del balance de las entidades de crédito, sino que se registran como depósitos de «otros intermediarios financieros» (OFI, en sus siglas en inglés). Para tener en cuenta este hecho, los depósitos de OFI y, en aras de la simplicidad, de empresas de seguros y de fondos de pensiones (ICPF, en sus siglas en inglés) se añaden a la estimación de los préstamos dados de baja del balance, a fin de obtener una estimación de las operaciones de titulización totales.

En el período 1999-2007 se produjeron profundos cambios en la composición de la financiación de las IFM en los distintos países de la zona del euro. En todos ellos, salvo Alemania, la ratio entre los depósitos al por menor y el total de financiación mediante préstamos bancarios proporcionada a los sectores distintos de las IFM disminuyó (véase gráfico 10)<sup>13</sup>. En la zona del euro, entre los años 1999 y 2007 esta ratio cayó desde el 63% hasta el 55%. Sin embargo, los depósitos al por menor continuaron siendo la principal fuente de financiación de las IFM, seguidos de los valores distintos de acciones, cuya ratio

se elevó en 3 puntos porcentuales en el período 1999-2007. La titulización, medida según se indica más arriba, aumentó en 8 puntos porcentuales en el período considerado. Así pues, agregando estas dos fuentes, la financiación de mercado se incrementó en 11 puntos porcentuales en relación con la financiación total proporcionada a los sectores distintos de las IFM en el período 1999-2007. Esta evolución ha tendido a debilitar la transmisión de la política monetaria.

La importancia de las fuentes alternativas de financiación varía considerablemente entre los países de la zona del euro. Por ejemplo, en 2007 la participación de los valores distintos de acciones se situó entre el 1% de Grecia y casi el 60% de Alemania. La titulización, medida como se ha descrito, fue particularmente importante en España y Países Bajos en el período analizado. En 1999, Grecia y Finlandia registraron una elevada ratio entre depósitos al por menor y préstamos, por lo que estos países no tuvieron que recurrir extensamente a fuentes de financiación de mercado. En Alemania, Irlanda, España y Austria, la importancia de los valores distintos de acciones aumentó considerablemente en la financiación de los préstamos de las IFM en el período 1999-2007. En Alemania, esta evolución se debió, principalmente, al reducido crecimiento de los préstamos y se produjo pese a que el saldo vivo de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria disminuyó entre el 2005 y el 2007. En España, la mayor relevancia de los valores distintos de acciones estuvo acompañada de un aumento de la participación de la titulización, vinculada a la necesidad de recurrir en mayor medida a la financiación de mercado, en vista del fuerte crecimiento de la ratio entre préstamos y depósitos. En Bélgica, Luxemburgo y Portugal, la titulización adquirió también más importancia en la financiación de la creciente ratio entre préstamos y depósitos en el período examinado.

### 3.2 PAPEL DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES CON GARANTÍA

El análisis de los valores distintos de acciones garantizados por préstamos hipotecarios pone de re-

13 El total de préstamos bancarios incluye una estimación de los préstamos titulizados dados de baja del balance. Dado que el total de préstamos bancarios concedidos a sectores distintos de IFM no incluye todos los activos bancarios, el total de la financiación de las IFM puede ser superior al total de préstamos, siendo el origen de la diferencia otros activos, principalmente valores distintos de acciones, mantenidos por las entidades de crédito.

lieve la importancia creciente de la emisión de estos valores y de la titulización en la financiación de los préstamos para vivienda concedidos por las IFM (véase gráfico 11). Estos valores distintos de acciones con garantía, que están directamente asociados a la financiación de los préstamos para vivienda, comprenden los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria y los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés). Estas dos fuentes de financiación difieren en que, en el caso de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, que figuran entre los valores distintos de acciones emitidos por las IFM, el activo garantizado permanece en el balance del originador, mientras que, en el caso de los RMBS, la garantía se transfiere a una entidad distinta, que emite los valores. Los RMBS reflejan la titulización fuera de balance de los préstamos para vivienda. Dependiendo de las normas contables utilizadas, los RMBS pueden permitir al originador eliminar los préstamos de su balance y beneficiarse de una menor exi-

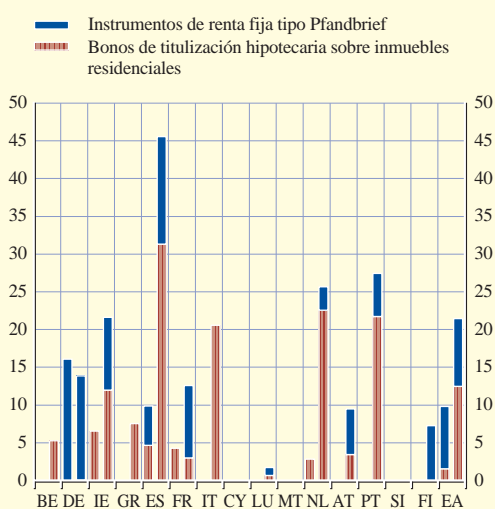
gencia de recursos propios, mientras que los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief se emplean principalmente para obtener financiación de una manera eficiente en términos de costes<sup>14</sup>. Estos dos instrumentos de financiación representaron cerca del 21% del saldo vivo de préstamos para vivienda de la zona del euro al final del 2007, frente al 10% registrado al final del año 1999.

Los dos tipos de valores distintos de acciones con garantía presentan notables diferencias entre los países de la zona del euro, en cuanto a su participación en el total. Al final del 2007, la participación de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria fue particularmente elevada en relación con el total de préstamos para vivienda en Alemania y España (el 14%, en ambos casos) y en Irlanda y Francia (el 10%, en ambos países), mientras que fue menor en los demás países de la zona del euro. Por el contrario, los RMBS tuvieron una escasa participación en Alemania y una gran importancia en España (31%), Italia, Países Bajos y Portugal (entre el 20% y el 25%, en estos tres países) e Irlanda (12%) en relación con el total de préstamos para vivienda.

La mayor participación de los RMBS observada en el período examinado, en comparación con la relativa estabilidad de la participación de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria, evidencia el peso creciente de la titulización de los préstamos para vivienda en la zona del euro, aunque se mantuvo en un nivel reducido en relación con el registrado en Estados Unidos (véase el recuadro titulado «Diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y de Estados Unidos», en el presente Boletín Mensual). Además, revela que los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief de naturaleza hipotecaria ya desempeñaban un papel relevante en la financiación de los préstamos para vivienda en 1999, especialmente en Alemania, donde estos instrumentos se vienen utilizando desde hace mucho tiempo como fuente de financiación de las

**Gráfico 11 Financiación de las IFM respaldada con activos**

(1999 IV y 2007 IV; porcentaje del total de préstamos a hogares para adquisición de vivienda)



Fuentes: BCE, BCN, European Securitisation Forum, European Covered Bond Council y Moody's.

Notas: Para cada país, la primera barra se refiere al cuarto trimestre del año 1999, y la segunda, al cuarto trimestre del 2007. Los datos incluyen estimaciones de préstamos dados de baja del balance. En el caso de España y Portugal, la inmensa mayoría de las operaciones de titulización no supone la eliminación de los préstamos del balance. EA se refiere a la zona del euro.

14 Para una explicación más detallada de las características institucionales de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y de la titulización, véase la sección 4.4 de «Housing finance in the euro area», Occasional Paper n.º 101, 2009, BCE.



IFM. El peso de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief en la financiación de los préstamos para vivienda no cambió de forma significativa en el citado período, principalmente como resultado del crecimiento igualmente elevado de estos préstamos. No obstante, en varios países de la zona del euro se ha observado un notable crecimiento de este mercado, impulsado por la adopción de un marco legislativo para la emisión de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief y por la evolución del mercado de la vivienda.

### 3.3 IMPACTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LAS IFM

Las turbulencias financieras que comenzaron a mediados del 2007 afectaron gravemente a la financiación bancaria, dado que la captación de nuevos fondos en los mercados financieros se vio seriamente obstaculizada por el aumento de la aversión al riesgo de los inversores y de la incertidumbre respecto a la exposición de los bancos a los activos problemáticos.

En alguna medida, la mayor tendencia de las entidades de crédito a orientarse hacia la financiación de mercado observada hasta el 2007 se invirtió en el contexto de las turbulencias financieras, a favor de la financiación tradicional principalmente basada en los depósitos, por la que las entidades bancarias compitieron intensamente. La creciente participación de los depósitos en la financiación de las IFM fue consecuencia de la reticencia de los inversores a invertir en valores distintos de acciones y de la elevación del límite de garantía de los depósitos establecida por la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro, al recrudecerse las turbulencias financieras tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. En la zona del euro, la ratio entre los depósitos al por menor y el total de préstamos de las IFM a los sectores distintos de las IFM se elevó alrededor de 2 puntos porcentuales, hasta el 57%, en el 2008, en relación con el 2007. Por el contrario, la financiación de mercado de las IFM disminuyó considerablemente en el 2008. El volumen anual de valores distintos de acciones emitidos por las IFM cayó en torno a un 40% en el 2008, en comparación con el 2007, año en que fue

relativamente elevado. Al mismo tiempo, la titulación continuó en forma de colocación privada de valores distintos de acciones con garantía, emitidos por OFI sobre la base de préstamos originados por las IFM. Las IFM recompraron estos valores distintos de acciones (titulación retenida), para utilizarlos como garantía en las operaciones de mercado abierto del banco central, a fin de incrementar su liquidez, lo que se tradujo en un ligero aumento del peso de la titulación estimada en la financiación del total de préstamos concedidos por las IFM en el 2008. Por el contrario, la importancia relativa de la financiación mediante depósitos de los sectores no residentes en la zona del euro distintos de las IFM (depósitos al por mayor) disminuyó, debido a su mayor sensibilidad al entorno económico.

En general, durante las turbulencias financieras las entidades de crédito de la zona del euro fueron renunciando a la financiación de mercado, debido a la dificultad de obtener fondos en los mercados financieros. En consecuencia, la tendencia hacia el modelo «originar para distribuir» (es decir, la reagrupación y venta de los préstamos originados por los bancos a otros participantes en el mercado) observada hasta el 2007 se ha invertido, en cierta medida, a favor del modelo más tradicional de financiación bancaria, en el que los depósitos desempeñan un papel más destacado en la financiación. Mientras que los efectos de la eliminación de los préstamos de los balances de las entidades de crédito varían entre los países de la zona del euro, como consecuencia de diferencias en los marcos normativos, la adopción de este modelo ha sido limitada en la zona del euro, debido, en parte, a normas contables que dificultan dar de baja los préstamos de los balances, en comparación con lo que ocurre en otros países industrializados (véase el recuadro titulado «Diferencias institucionales entre los mercados hipotecarios de la zona del euro y de Estados Unidos», en este Boletín Mensual). Para lograr la normalización de los mercados de titulación será importante revisar las normas que regulan la eliminación de los préstamos de los balances, a fin de incrementar la transparencia y los incentivos para el seguimiento de los créditos. Al mismo tiempo, la experiencia adquirida durante las turbulencias fi-

nancieras puede resultar en un mayor recurso a fuentes alternativas (existentes o nuevas) de financiación de mercado. A este respecto, la financiación mediante la emisión de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief desempeñará probablemente un papel cada vez más relevante en la financiación de las IFM en el futuro.

#### 4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha ofrecido una panorámica de la evolución de los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda y de sus factores determinantes, así como de su financiación por parte de las IFM, en el período 1999-2007 y, en la medida de lo posible, también en el 2008.

El fuerte crecimiento de la deuda hipotecaria de los hogares observado en la pasada década estuvo determinado por condiciones de financiación favorables, por la escalada de los precios de la vivienda, por el aumento de la renta disponible real de los hogares y, en algunos países, por factores demográficos. Las diferencias que presentan estos factores han dado lugar a una evolución muy heterogénea de la financiación de la vivienda en los distintos países de la zona del euro. Asimismo, siguen existiendo diferencias en las características de los préstamos hipotecarios, por ejemplo en lo que respecta al predominio de tipos de interés fijos o variables.

La evolución de la financiación de los préstamos hipotecarios en la pasada década refleja el fuerte crecimiento del crédito. En la mayor parte de los países de la zona del euro, los préstamos para vivienda procedieron principalmente de las entidades de crédito, que recurrieron de forma creciente a la financiación de mercado, incluyendo la titulación. A su vez, ello contribuyó a la relajación de los criterios de aprobación del crédito y al pronunciado crecimiento de los préstamos para vivienda.

En conjunto, esta evolución parece haber tenido un efecto limitado sobre la transmisión de la política

monetaria. Hay que tener en cuenta que la zona del euro sigue siendo un sistema financiero básicamente bancario, en el que, en comparación con Estados Unidos, la financiación no bancaria es poco significativa. Mientras que el mayor endeudamiento de los hogares apunta a un efecto más acusado de los tipos de interés oficiales sobre el gasto, otros factores, como el papel más importante de la titulación, pueden haber reducido el alcance de la transmisión de la política monetaria.

Las turbulencias financieras han cambiado considerablemente el entorno de la financiación de la vivienda, acentuando la desaceleración del crecimiento interanual de los préstamos para vivienda, que ya había comenzado. El deterioro de la situación macroeconómica y, en algunos países de la zona del euro, la caída de los precios de la vivienda han afectado negativamente a la riqueza neta de los hogares. Asimismo, la política monetaria ha ayudado a reducir la carga por intereses de los hogares, fomentando el gasto de consumo. La mayor orientación de las entidades de crédito hacia una financiación de mercado se ha invertido, en cierta medida, a favor de una financiación más tradicional basada en los depósitos.

Algunas de las características del mercado de financiación de la vivienda de la zona del euro, por ejemplo, el nivel general de endeudamiento de los hogares, las principales condiciones de las hipotecas y las prácticas de financiación de las entidades hipotecarias, crean una estructura que confiere una mayor resistencia a los hogares, las entidades bancarias y la economía en su conjunto ante las perturbaciones, en comparación con lo que se observa en economías en las que los mercados hipotecarios son más flexibles. Al mismo tiempo, una mayor integración de los mercados hipotecarios entre los países de la zona del euro tendería a ampliar la gama de productos a disposición de los hogares, fomentaría la competencia entre las entidades hipotecarias (lo que sería también beneficioso para los prestatarios) y, desde una perspectiva más amplia, incrementaría la eficacia del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

# 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

## ARTÍCULOS

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

*El ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en respuesta a las variaciones de los tipos de interés oficiales constituye un aspecto fundamental del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esto es especialmente cierto en la zona del euro, dada la importancia relativa de los bancos a la hora de captar ahorro de los sectores no financieros de la economía y de proporcionarles financiación. Por lo tanto, el seguimiento y la evaluación periódicos de la transmisión de los cambios registrados en los tipos de interés oficiales a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela resultan esenciales. En vista de ello, en este artículo se analizan los factores que determinan el proceso de fijación de los tipos de interés, se presenta evidencia empírica sobre el mecanismo de transmisión en la zona del euro y se evalúa el impacto de las recientes tensiones observadas en los mercados financieros. En términos generales, la rapidez y la amplitud con la que las variaciones de los tipos de interés oficiales se transmiten a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela (a través de sus efectos sobre los tipos de interés de mercado) dependen de diversos factores estructurales y cíclicos. Por este motivo, habitualmente se observa que se ajustan con cierto desfase a los cambios registrados en los tipos de interés oficiales y de mercado.*

*En general, el proceso de transmisión parece haber funcionado relativamente bien en los últimos años, en el sentido de que el grado de inercia con el que se trasladan los cambios registrados en los tipos de interés oficiales no ha sido sustancialmente distinto de lo ocurrido en el pasado. Incluso durante la actual crisis financiera, la transmisión a los tipos de interés bancarios se ha producido de una forma relativamente correcta en términos de su respuesta a la evolución del tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR) y de los tipos de interés de mercado a largo plazo, pero de un modo menos adecuado en términos de su respuesta a la evolución del índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) que en épocas normales es el tipo de mercado que más se aproxima a los tipos de interés oficiales. Al mismo tiempo, los criterios de aprobación del crédito por parte de las entidades de crédito se han endurecido significativamente en los últimos trimestres, contrarrestando, en cierta medida, la fluidez del proceso de transmisión a los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicados por las entidades de crédito a su clientela. Al mejorar gradualmente la economía, reforzarse la base de capital de los bancos y normalizarse su comportamiento en lo que se refiere a la asunción de riesgos, resultará esencial para las entidades de crédito incrementar su actividad crediticia.*

## I INTRODUCCIÓN

La traslación de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de los préstamos y los depósitos aplicados por las entidades de crédito a su clientela constituye un aspecto crucial del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esto es especialmente cierto en la zona del euro, cuyo sistema financiero se basa fundamentalmente en las entidades de crédito<sup>1</sup>.

La crisis financiera, que ha tenido graves consecuencias en los mercados financieros y en el sector bancario, ha suscitado preguntas sobre la capacidad y la disposición de los bancos de la zona del euro a trasladar de manera efectiva a su clientela minorista los cambios registrados en la orientación

de la política monetaria desde octubre del 2008. Desde entonces, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado distintas medidas; entre ellas, ha reducido el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 325 puntos básicos, hasta situarlo en un nivel del 1% en julio del 2009.

En este contexto, en este artículo se examina la evidencia disponible en relación con el proceso de

1 Véase M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez Pagés, P. Sevestre y A. Worms, «Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area», en I. Angeloni, A. K. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, 2003, para una evaluación de los distintos canales de transmisión de la política monetaria en la zona del euro durante los primeros años de la UEM. Véase también 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 del 2009.

transmisión a los tipos de interés bancarios de la zona del euro en su conjunto. En la sección 2 se analiza el proceso de fijación de los tipos de interés por parte de las entidades de crédito. En la sección 3 se examinan las regularidades observadas en la transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela basadas en nuevas evidencias empíricas. En la sección 4, los resultados se presentan en el contexto de la crisis financiera que se inició a mediados del 2007 y se considera, asimismo, hasta qué punto las reducciones registradas en los tipos de interés oficiales se han transmitido de forma efectiva a la clientela minorista.

## 2 PROCESO DE FIJACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

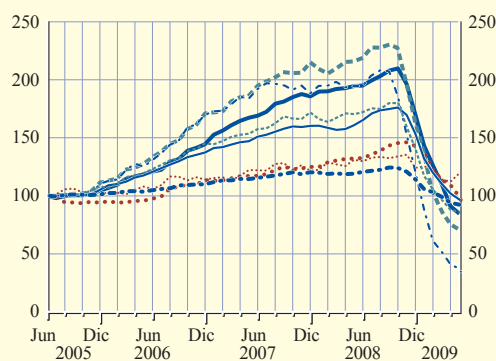
Desde un punto de vista histórico, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela han tendido a moverse bastante en línea con los tipos de interés de mercado a vencimientos similares. Ello puede observarse en los gráficos 1 y 2, que muestran las variaciones mensuales (indiciadas) de

algunos tipos de interés de los préstamos y los depósitos aplicados por las entidades de crédito frente a las variaciones mensuales del EONIA y del tipo *swap* a siete años durante los últimos cuatro años y medio. En respuesta al endurecimiento de la política monetaria que se inició en diciembre del 2005, los tipos de interés de mercado aumentaron de forma acusada hasta mediados del 2008, aproximadamente. Desde octubre del 2008, y como consecuencia del cambio radical observado en los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo en el contexto de la crisis financiera y de la recesión económica, los tipos de interés oficiales del BCE se han reducido sustancialmente. Esta reducción se ha visto reflejada en un fuerte descenso de los tipos de mercado a distintos vencimientos. Como se ha mencionado, en los últimos años los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela han seguido prácticamente los movimientos de los tipos de mercado, aumentando hasta el cuarto trimestre del 2008 y, en la mayoría de los casos, descendiendo bruscamente después de ese trimestre. No obstante, es evidente también que, salvo algunas excepciones, suelen reaccionar con bastante lentitud a las variaciones de los

**Gráfico 1 Variaciones mensuales de los tipos de interés a corto plazo de las IFM y EONIA**

(datos mensuales; índice: junio 2005 = 100)

- Depósitos a un día
- ... Depósitos de ahorro
- - - Depósitos a corto plazo
- Préstamos a corto plazo a hogares para adquisición de vivienda
- ... Préstamos a corto plazo a hogares para consumo
- - - Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras
- Descubiertos
- ... EONIA

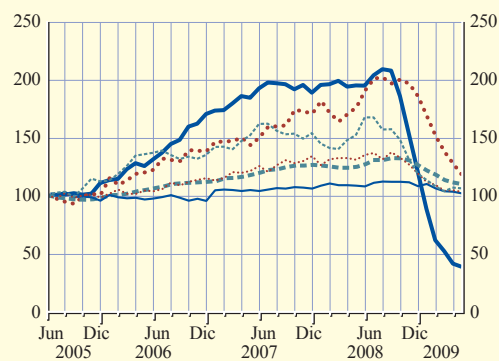


Fuentes: BCE y Reuters.

**Gráfico 2 Variaciones mensuales de los tipos de interés a largo plazo de las IFM, EONIA y tipo swap a siete años**

(datos mensuales; índice: junio 2005 = 100)

- EONIA
- ... Depósitos a largo plazo
- - - Préstamos a largo plazo a hogares para adquisición de vivienda
- Préstamos a largo plazo a hogares para consumo
- ... Préstamos a largo plazo a sociedades no financieras
- - - Tipo *swap* a siete años



Fuentes: BCE y Reuters.

tipos de mercado correspondientes, pues tienden a ajustarse con un cierto desfase e, incluso a lo largo de períodos prolongados, puede que no se ajusten totalmente a los movimientos observados en los tipos de interés de mercado. De ahí que, si bien la política monetaria tiene una gran influencia sobre las condiciones de financiación establecidas por los bancos, ésta se materializa con un cierto retraso.

La lentitud de respuesta observada en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela podría obedecer a una serie de factores que intervienen en su proceso de fijación. Desde un punto de vista teórico, la relación entre los tipos de interés bancarios y los tipos de mercado correspondientes suele considerarse en la literatura económica utilizando modelos de competencia bancaria oligopolística, donde las entidades de crédito actúan como fijadores de precios (bajo el supuesto de que tienen un cierto poder de mercado<sup>2</sup>) en los mercados minoristas de préstamos y depósitos, por lo que determinan sus tipos de interés teniendo en cuenta la demanda de estos productos. Al mismo tiempo, se suele suponer que los bancos son tomadores de precios en el mercado interbancario y en los mercados de capitales, donde tratan de obtener financiación adicional (es decir, financiación al por mayor) o de colocar su exceso de liquidez<sup>3</sup>.

Dado el poder de mercado de los bancos, normalmente se espera que los tipos de mercado se sitúen entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de los depósitos aplicados por las entidades de crédito (que representan los costes de financiación de los préstamos y los costes de oportunidad de los depósitos, respectivamente). Sin embargo, dichos tipos no se fijan necesariamente con independencia unos de otros, pues las entidades de crédito pueden participar en actividades de venta y de subsidiación cruzadas (ofreciendo, por ejemplo, tipos de interés elevados para los depósitos con el fin de aumentar su actividad crediticia)<sup>4</sup>. En general, puede esperarse que el proceso de fijación de los tipos de interés por parte de las entidades de crédito, medido por el diferencial entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y los tipos de mercado, dependa del grado de competencia (o del poder de mercado de los bancos) y de factores relacionados con el

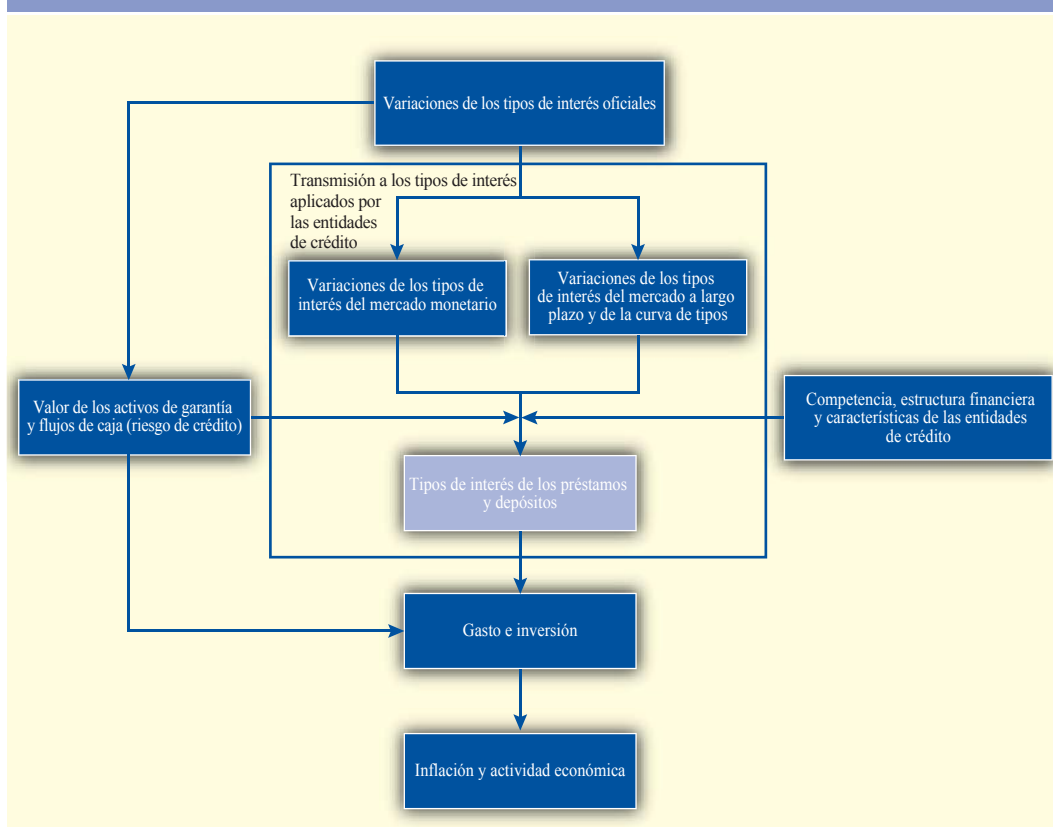
coste de la intermediación, tales como el riesgo de tipos de interés, el riesgo de crédito, el grado de aversión al riesgo de las entidades de crédito, los gastos de explotación unitarios, la liquidez de las entidades y la diversificación de productos.

En el gráfico 3 se presenta un esquema simplificado de la transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados por las entidades de crédito a su clientela, a través de su efecto sobre los tipos de mercado, y se destacan los distintos factores que afectan a los diferenciales bancarios, tanto los estructurales como los relacionados con el ciclo de crédito. Estos factores influyen en el proceso de fijación de los tipos de interés por parte de los bancos y ayudan a explicar parte de la aparente inercia que se observa en la reacción de los tipos de interés bancarios a los cambios en los tipos de interés oficiales.

Sin embargo, los determinantes más directos de los tipos de los préstamos y los depósitos aplicados por las entidades de crédito a los hogares y a las empresas son las variaciones de los tipos de interés oficiales (y, por lo tanto, de los tipos de mercado). Efectivamente, los tipos de mercado constituyen un componente importante de los costes marginales de los bancos y se ven afectados directamente por las variaciones de los tipos de interés oficiales. Como consecuencia, la literatura relativa a la transmisión de la política monetaria a través del canal de tipos de interés presta especial atención, habitualmente, a la rapidez y a la amplitud con que las variaciones de los tipos de interés oficiales se transmiten, a través de cambios en los tipos de mercado, a los tipos de interés de los préstamos y los depósitos aplicados por las

- 2 Ello puede deberse a la «especialización» de los bancos en sus funciones de «supervisores delegados» y, en última instancia, proviene de la existencia de información asimétrica entre los bancos y sus clientes, que da lugar a problemas de riesgo moral y de selección adversa [véanse, por ejemplo, D. Diamond y P. Dybvig, «Bank runs, deposit insurance, and liquidity», *Journal of Political Economy*, 91(3), 1983, pp. 401-419; y D. Diamond, «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, 51(3), 1984, pp. 393-414, para algunas contribuciones iniciales fundamentales].
- 3 Véase X. Freixas y J.C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge (Massachusetts), segunda edición, 2008.
- 4 P. A. Chiappori, D. Pérez-Castrillo y T. Verdier, «Spatial competition in the banking system, localization, cross-subsidies and the regulation of deposit rates», *European Economic Review*, 39(5), 1995, pp. 889-919.

**Gráfico 3 Transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela**



entidades de crédito a su clientela, dado que, con frecuencia, estos se determinan, e incluso se indican, con respecto al tipo de mercado<sup>5</sup>.

Se supone que, en general, la lentitud observada en la respuesta de los tipos de interés bancarios procede del hecho de que las entidades de crédito tal vez no consideren rentable ajustarlos frecuentemente. Por ejemplo, como consecuencia de los costes de sustitución en el caso de numerosos productos bancarios minoristas, la demanda puede ser relativamente inelástica a las variaciones de los tipos de mercado, al menos en el corto plazo<sup>6</sup>. Además, pueden producirse rigideces nominales cuando los bancos fijan sus tipos de interés (es decir, los costes de ajuste fijos derivados de modificar los tipos). Tales «costes de menú» podrían constituir, por ejemplo, un elemento disuasorio cuando las entidades de crédito no están seguras de si se van a mantener las variaciones de los tipos de mercado o si estas son pequeñas<sup>7</sup>.

Del mismo modo, es probable que la importancia de la banca personalizada, que, en el sistema financiero de la zona del euro, basado predominantemente en entidades de crédito, podría ser especialmente

5 Otros componentes que influyen en los tipos de interés y los márgenes de los bancos tienen un carácter más estructural (competencia y eficiencia) o son menos volátiles, al menos en el corto plazo (riesgos de crédito y brechas de financiación). Así pues, la identificación, de forma continuada, de la importancia de tales factores al evaluar el impacto de los cambios registrados en la política monetaria sobre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los hogares y a las empresas es menos directa; véase, por ejemplo, L. M. Ausubel, «The failure of competition in the credit card market», *American Economic Review*, 81, marzo de 1991, pp. 50-81.

6 Véase, por ejemplo, P. S. Callem, M. B. Gordy y L. J. Mester, «Switching costs and adverse selection in the market for credit cards: New evidence», *Journal of Banking & Finance*, 30, 2006, pp. 1653-1685, que argumenta que las barreras a la información entre las entidades de crédito y sus clientes originan costes de sustitución nada desdeñables.

7 Véase, por ejemplo, T. H. Hannan y A. N. Berger, «The rigidity of prices: Evidence from the banking industry», *American Economic Review*, 81, septiembre de 1991, pp. 938-945, así como B. Hofmann y P. Mizen, «Interest rate pass-through and monetary transmission: Evidence from individual financial institutions' retail rates», *Economica*, 71, 2004, pp. 99-123.



relevante, induzca a los bancos a suavizar los movimientos de los tipos de interés a lo largo del ciclo. Ello se deriva de su deseo de compartir el riesgo con los clientes, a fin de establecer una relación banco/cliente a largo plazo, en la que la entidad de crédito trata de defender a su clientela de la evolución volátil de los tipos de mercado, manteniendo los tipos de interés que les aplica relativamente estables a lo largo del tiempo<sup>8</sup>. Además, el poder de mercado de las entidades de crédito para fijar sus tipos de interés, y, por lo tanto, los incentivos que tienen los bancos para ajustarlos cuando se modifican las condiciones del mercado, también depende de la posición de negociación de los prestatarios. Así, por ejemplo, sería de esperar que los tipos de interés de los préstamos a empresas se ajustaran con relativa rapidez, en comparación con los tipos de los préstamos a hogares para crédito al consumo, simplemente porque las empresas tienen un mejor acceso que los hogares a fuentes alternativas de financiación no bancaria (tales como la emisión de acciones y de deuda, crédito comercial, etc.). Por lo tanto, el proceso de transmisión a los tipos de interés bancarios puede diferir considerablemente entre las distintas categorías de productos bancarios minoristas, siendo más rápida en aquellos segmentos en los que las entidades de crédito tienen que hacer frente a una competencia mayor de otros bancos y de fuentes de financiación no bancarias.

La heterogeneidad de los productos en términos de la transmisión también puede tener su origen en las diferencias existentes entre los países en lo que se refiere a la tributación y la regulación de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, ya que podría dar lugar a que los bancos tuvieran restricciones e incentivos distintos a la hora de determinarlos<sup>9</sup>. En general, se espera que un mayor grado de competencia procedente de bancos y de entidades no bancarias<sup>10</sup>, el nivel de desarrollo financiero y unas estructuras financieras más eficientes, como consecuencia, por ejemplo, de innovaciones tales como la titulización y los derivados<sup>11</sup>, ejerzan un efecto favorable sobre la velocidad y el alcance del proceso de transmisión. Finalmente, en determinadas circunstancias, las entidades de crédito podrían decidir no satisfacer plenamente la demanda (como, por ejemplo, en una situación de

racionamiento del crédito), optando por mantener relativamente estables los tipos de interés que aplican a su clientela, con el fin de evitar problemas derivados de la posibilidad de atraer un gran número de prestatarios no solventes<sup>12</sup> (lo que se conoce como *lemons problem*).

### 3 EL PROCESO DE TRANSMISIÓN A LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA ZONA DEL EURO – EVIDENCIA EMPÍRICA

En esta sección se presenta evidencia empírica reciente sobre el proceso de transmisión para las categorías de préstamos y depósitos más representativas.

Habitualmente, la política monetaria tiene un efecto significativo bastante inmediato sobre los tipos de mercado en los distintos vencimientos. En concreto, en circunstancias normales, las variaciones de los tipos de interés oficiales se transmitirán más o menos en paralelo a los tipos del mercado monetario de operaciones a corto plazo sin garantías, como el EONIA, y, en menor medida, a los tipos EURIBOR a plazos. A través de su influencia y de

- 8 Véase, por ejemplo, A. N. Berger y G. F. Udell, «Some evidence on the empirical significance of credit rationing», *Journal of Political Economy*, 100, octubre de 1992, pp. 1047-1077.
- 9 Para una encuesta sobre los factores que contribuyen a la dispersión entre países del nivel de los tipos de interés de las IFM, véase BCE, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, septiembre del 2006.
- 10 Véanse, entre otros, H. Sander y S. Kleimeier, «Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition, y integration», *Journal of International Money and Finance*, 23(3), 2004, pp. 461-492, y M. Van Leuvensteijn, C. Kok Sørensen, J. A. Bikker y A. Van Rixtel, «Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area», Documento de Trabajo n.º 885, BCE, 2008.
- 11 Véanse, por ejemplo, A. Estrella, «Securitization and the efficacy of monetary policy», *Economic Policy Review*, vol. 8, n.º 1, Banco de la Reserva de Nueva York, mayo del 2002, pp. 243-255; y R. Gropp, C. Kok Sørensen y J. D. Lichtenberger, «The dynamics of bank spreads and financial structure», Documento de Trabajo n.º 714, BCE, 2007.
- 12 En el espíritu de J. E. Stiglitz y A. Weiss, «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, 71, 1981, pp. 393-410. No obstante, una serie de estudios científicos basados en Estados Unidos encontró resultados contradictorios sobre esta hipótesis; véanse, por ejemplo, S. R. King, «Monetary transmission: through bank loans or bank liabilities?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 18, 1986, pp. 290-303, y A. N. Berger y G. F. Udell (op. cit.).

las expectativas sobre las medidas futuras de política monetaria, los cambios en la orientación de esta también tendrán, con frecuencia, un fuerte impacto sobre los tipos de mercado a largo plazo, tales como los rendimientos de la deuda a largo plazo y los tipos *swap*, pues mueven la curva de tipos<sup>13</sup>. No obstante, como se ha mencionado en la sección anterior, la medida en la que las variaciones de los tipos de mercado, inducidas por la política monetaria, se transmiten finalmente a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los prestatarios y a los depositarios depende de una serie de factores tanto estructurales como cíclicos.

Existe una gran cantidad de trabajos empíricos sobre este tema. Independientemente, en gran medida, del método de estimación, del período muestral o del área geográfica analizada, la mayoría de ellos tienden a confirmar que los tipos de interés bancarios responden con lentitud a las variaciones de los tipos de interés oficiales y de los tipos de mercado. Habitualmente se observa que las entidades de crédito sólo transmiten una pequeña parte del cambio inmediato registrado en los tipos de mercado a sus tipos de interés y que, incluso mucho después, estos tipos no siempre se ajustan totalmente<sup>14</sup>. Al mismo tiempo, en general se constata que la rapidez y la amplitud con las que los bancos ajustan sus tipos de interés difieren sustancialmente entre las distintas categorías de depósitos y préstamos ofrecidos, así como entre los países de la zona del euro<sup>15</sup>. Esta heterogeneidad entre países puede explicarse, en cierta medida, por las diferencias en las características de las entidades de crédito y en las estructuras financieras. Además, distintos estudios encuentran evidencia de cierta asimetría en la transmisión a lo largo del ciclo de tipos de interés, tendiendo los tipos de los préstamos a ser más rígidos cuando los tipos de mercado disminuyen, mientras que los tipos de los depósitos suelen reaccionar con más lentitud a una subida de los tipos de mercado. Se argumenta que este fenómeno depende del grado de elasticidad de la demanda y de la competencia bancaria<sup>16</sup>.

A la luz de estas regularidades empíricas, y utilizando una muestra actualizada de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, en el recuadro 1 se presenta evidencia sobre el pro-

ceso de transmisión a nivel agregado de la zona del euro, que efectivamente apunta a una gran dispersión de la «rigidez» (estimada) de los tipos de los préstamos y de los depósitos en la zona del euro entre las distintas categorías de productos. Así pues, mientras que los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, de los préstamos a sociedades no financieras y, en menor medida, de los depósitos a plazo se ajustan plenamente a las variaciones registradas en los tipos de mercado con un período de fijación de tipo similar, el ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela es, en gran medida, incompleto, en lo que se refiere a los depósitos a un día, a los depósitos de ahorro y a los tipos de los préstamos a hogares para crédito al consumo.

Como se mencionó anteriormente, las diferencias entre los productos es posible que reflejen, entre otras cosas, el poder de mercado (y de negociación) de los bancos frente a distintas categorías de clientes. Estos factores pueden que se pongan de manifiesto en el contexto de presiones competitivas ejercidas

13 Véase también G. J. de Bondt, B. Mojon y N. Valla, «Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in euro area countries», Documento de Trabajo n.º 518, BCE, 2005.

14 Véanse T. H. Hannan y A. N. Berger (op. cit.); A. N. Berger y G. F. Udell (op. cit); C. Borio y W. Fritz, «The response of short-term bank lending rates to policy rates: A cross-country perspective», Documento de Trabajo n.º 27, BPI, 1995, y M. Berlin y L. J. Mester, «Deposits and relationship lending», *Review of Financial Studies*, 12(3), 1999, pp. 579-607, para algunas contribuciones iniciales a nivel de países individuales. Para una evidencia más reciente que incluya a los países de la zona del euro, véanse, por ejemplo, B. Mojon, «Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy», *Economie et Provision*, 147(1), 2001, pp. 89-115; G. J. de Bondt, «Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area», *German Economic Review*, 6(1), 2005, pp. 37-78; L. Gambacorta, «How do banks set interest rates?», *European Economic Review*, 52(5), 2005, pp. 792-819, y Gropp et ál. (op. cit.).

15 Para algunos estudios recientes, véanse, por ejemplo, C. Kok Sorensen y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison», Documento de Trabajo n.º 580, BCE, 2006, y J. Nakajima y Y. Teranashi, «The evolution of loan rate stickiness across the euro area», Bank of Japan IMES Discussion Paper n.º 09-E-010, 2009.

16 Véanse, por ejemplo, T. H. Hannan y A. N. Berger (op. cit.), y L. J. Mester y A. Saunders, «When does the prime rate change?», *Journal of Banking & Finance*, 19(5), 1995, pp. 743-764, para evidencia basada en Estados Unidos; B. Mojon (op. cit.), y Gropp et ál. (op. cit.) para evidencia basada en la zona del euro. Además, H. Sander y S. Kleimeier, «Expected versus unexpected monetary policy impulses and interest rate pass-through in euro-zone retail banking markets», *Journal of Banking & Finance*, 30, 2006, pp. 1839-1870, apunta a la importancia de una política monetaria predecible para suavizar el proceso de transmisión.

## Recuadro I

**RESULTADOS DEL PROCESO DE TRANSMISIÓN A LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A SU CLIENTELA UTILIZANDO UN MODELO DE CORRECCIÓN DEL ERROR**

Según la literatura económica que trata este tema, la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés bancarios, a través de los tipos de mercado, puede describirse utilizando un modelo de corrección del error, en el que las variaciones de un tipo de interés bancario específico,  $\Delta BR_t$ , se regresan sobre las variaciones simultáneas (y desfasadas) observadas en el tipo de mercado relevante,  $\Delta MR_t$ , y (posiblemente) sobre las variaciones desfasadas de propio tipo de interés bancario con un término de corrección del error que refleja el grado en el que este tipo de interés se ha desviado de su relación de equilibrio a largo plazo con respecto al tipo de mercado en el período anterior<sup>1</sup>. Ello queda ilustrado en la ecuación siguiente<sup>2</sup>:

$$\Delta BR_t = \varphi + \gamma(BR_{t-1} - \beta MR_{t-1} - \kappa) + \alpha_1 \Delta MR_t + \alpha_2 \Delta MR_{t-1} + \eta \Delta BR_{t-1} + \varepsilon_t$$

Los resultados de estimar este modelo para cada una de las 11 categorías de tipos de interés de los préstamos y los depósitos aplicados por las IFM de la zona del euro durante el período comprendido entre enero de 1997 y junio del 2007 (véase cuadro) indican que existen notables diferencias en términos de la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a las distintas categorías de productos y que no se vieron afectadas por la crisis financiera que se puso de manifiesto en agosto del 2007<sup>3</sup>.

Se observa que los tipos de interés bancarios suelen ser relativamente rígidos. El coeficiente de ajuste inmediato a las variaciones de los tipos de mercado oscila entre aproximadamente cero en el caso de los tipos para crédito al consumo y de los depósitos de ahorro y 0,7 en el de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras. Igualmente, la rapidez del ajuste al equilibrio a largo plazo varía entre 0,02 en el caso de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda y cerca de 0,20 en el de los tipos de los préstamos a largo plazo para crédito al consumo y de los préstamos a las sociedades no financieras. En términos del ajuste a largo plazo de los tipos de interés bancarios a las variaciones registradas en los tipos de mercado, los resultados apuntan a una transmisión no completa en el caso de los tipos para crédito al consumo, de los depósitos a un día y de los depósitos de ahorro (entre 0,1 y 0,4), mientras que los tipos de los depósitos a plazo, de los préstamos a hogares para adquisición de viviendas y de los préstamos a las sociedades no financieras se ajustan de una forma más o menos completa (entre 0,8 y 1,0).

- 1 Esta especificación depende de si los tipos de interés bancarios y de mercado son no estacionarios (es decir, no tienden a retornar a sus valores pasados) y de si están cointegrados (es decir, si puede estimarse una relación a largo plazo estable entre las variables) —véanse S. Johansen y K. Juselius, «Maximum likelihood estimation and inference on cointegration— with applications to the demand for money», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 1990, pp. 169-210, y S. Johansen, «Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector Autoregressive Models», *Econometrica*, 59, 1991, pp. 1551-1580. Los contrastes de raíz unitaria y de cointegración convencionales confirmaron que, en el caso de los tipos de interés bancarios y de mercado, se cumplían las condiciones para utilizar el modelo de corrección del error. Sólo en el caso de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo para crédito al consumo no se pudo detectar fácilmente una relación de cointegración.
- 2 Se puede interpretar que  $\kappa$  representa todos los demás factores, aparte del tipo de interés de mercado, que determinan el nivel del tipo de interés bancario, como la eficiencia y el poder de mercado de las entidades de crédito, el riesgo de crédito y de tipos de interés, los efectos de la subsidiación cruzada, etc. Aunque la especificación de este modelo puede que no corrija completamente el posible sesgo por «variable omitida», los contrastes residuales no muestran problemas significativos imputables a una mala especificación. Sin embargo, una alternativa del modelo podría haber incorporado directamente factores tales como el nivel de la competencia bancaria, indicadores del ciclo económico, etc., como en el caso de algunos de los estudios mencionados en las notas a pie de página 10 y 11.
- 3 Los datos utilizados en estas regresiones se basan en las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM, elaboradas por el BCE. Sólo se dispone de estadísticas oficiales desde enero del 2003, por lo que, para el período anterior a ese mes, las series se han extendido hacia atrás (*backcast*), utilizando métodos homogéneos en todos los países de la zona del euro. Los datos ampliados no son públicos.

### Estimaciones del proceso de transmisión a los tipos de interés de las IFM basadas en un modelo de corrección del error

(enero 1997-junio 2007)

	Transmisión inmediata ( $\alpha_1$ )	Transmisión final ( $\beta$ )	Rapidez de ajuste ( $\gamma$ )	R <sup>2</sup> (ajustado)	Tipo de mercado correspondiente
Depósitos a un día	0,14***	0,36***	-0,05***	0,45	EONIA
Depósitos de ahorro	0,06***	0,32***	-0,09***	0,30	EURIBOR a tres meses
Depósitos a corto plazo	0,50***	0,83***	-0,12***	0,82	EURIBOR a tres meses
Depósitos a largo plazo	0,15***	0,80***	-0,15***	0,45	Tipo <i>swap</i> a tres años
Descubiertos	0,26***	0,72***	-0,06***	0,58	EONIA
Préstamos a corto plazo para crédito al consumo	0,26***	0,11***	-0,09*	0,05	EURIBOR a seis meses
Préstamos a largo plazo para crédito al consumo	-0,06	0,38***	-0,19***	0,21	Tipo <i>swap</i> a siete años
Préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda	0,36***	1,05***	-0,02	0,63	EURIBOR a tres meses
Préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda	0,17***	1,07***	-0,12***	0,77	Tipo <i>swap</i> a siete años
Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras	0,72***	0,89***	-0,18***	0,76	EURIBOR a tres meses
Préstamos a largo plazo a sociedades no financieras	0,30***	1,03***	-0,17***	0,45	Tipo <i>swap</i> a siete años

Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.

Notas: «\*», «\*\*» y «\*\*\*» indican un nivel de significatividad del 90%, 95% y 99%, respectivamente. Se ha utilizado el criterio de información de Schwarz para seleccionar la longitud de desfase óptima de las variables explicativas. Errores estándar y covarianza corregidos por la heterocedasticidad de White.

por otros bancos, así como por entidades no bancarias (por ejemplo, mercados de capitales, crédito comercial y otros intermediarios financieros). Del mismo modo, la cuantía y la variación en el tiempo de las primas de riesgo de crédito es probable que difieran de un préstamo a otro, lo que por ejemplo, podría ayudar a explicar la transmisión generalmente más débil de los tipos de interés del crédito al consumo (habitualmente sin garantías) en comparación con los tipos hipotecarios (con garantías).

#### 4 EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN LA TRANSMISIÓN DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES A LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A SU CLIENTELA

Las turbulencias de los mercados financieros que se pusieron de manifiesto en agosto del 2007 fueron provocadas por un deterioro en el valor de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), pero pronto se contagiaron a otros segmentos del mercado financiero. La crisis posterior, que se intensificó en el segundo semestre del 2008, fue la causa de que los bancos de la zona del euro registraran abultadas minusvalías y

pérdidas, lo que, a su vez, ejerció considerables presiones sobre los ratios de solvencia de las entidades de crédito y dio lugar a una pérdida general de confianza del sector bancario y entre los propios bancos. Una de las consecuencias de esta evolución fueron las perturbaciones que se produjeron en el funcionamiento del mercado monetario de la zona del euro, que se reflejaron en una ampliación pronunciada y continua de los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los *swap* de tipos de interés a un día. Como muchos tipos de interés de los préstamos y de los depósitos a familias y empresas se determinan en relación con los tipos del mercado monetario, el trastorno observado en la relación, habitualmente estrecha, entre los tipos del mercado de operaciones a plazo sin garantías (EURIBOR) y los tipos de interés a un día (que son los que más se aproximan a los tipos de interés oficiales) posiblemente afectó al proceso de transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales<sup>17</sup>. Además, la gravedad de la crisis financiera contribuyó en última instancia a una

17 Del mismo modo, las entidades de crédito obtienen sus fondos fundamentalmente en el mercado interbancario y en el mercado de deuda a corto plazo, por lo que los tipos de interés de gran parte de su financiación se fijan, también, en relación con los tipos del mercado monetario.

marcada reducción de la actividad económica en la zona del euro, lo que podría haber causado un aumento de las primas de riesgo de crédito y un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos por parte de los bancos<sup>18</sup>, contribuyendo, a su vez, a dificultar la transmisión de los recortes registrados en los tipos de interés oficiales desde octubre del 2008 a los tipos de interés de los préstamos.

### VARIACIONES ACUMULADAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS IFM DESDE MEDIADOS DEL 2007

Para evaluar el impacto de la crisis financiera y la medida en la que la relajación de la política monetaria del BCE desde el cuarto trimestre del 2008 se ha transmitido a los tipos de interés de las IFM, se compara una predicción de los tipos de los préstamos y de los depósitos aplicados por las IFM, basada en la evolución de los tipos de mercado desde mediados del 2007, con las variaciones observadas en los tipos de interés de las IFM durante el mismo período. Los valores de la predicción se basan en la especificación del modelo

que se describe en el recuadro 1. En el cuadro se presentan las variaciones acumuladas de los tipos de interés de las IFM observados y previstos. En concreto, las variaciones observadas en la mayoría de los tipos de interés de las IFM son considerablemente menores que los notables descensos registrados en tipos de mercado comparables durante este período, lo que es consecuencia del ajuste tradicionalmente lento de los tipos de interés bancarios a la evolución de los tipos de interés de mercado. Sin embargo, se constata que las diferencias entre los tipos de interés de las IFM observados y los tipos previstos, basados en la evolución de tipos de mercado comparables, y te-

18 Ciertamente, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema ponen de manifiesto un importante endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito por parte de las entidades de crédito de la zona del euro a partir del tercer trimestre del 2007, lo que se debe, en particular, a un acusado deterioro de las percepciones que tienen los bancos sobre el riesgo; véase, por ejemplo, el recuadro en el que se detallan los resultados de la encuesta de préstamos bancarios de julio del 2009 en el presente Boletín Mensual.

### Variaciones acumuladas de los tipos de interés de las IFM osbservados y previstos para el período comprendido entre julio del 2007 y mayo del 2009

(en puntos básicos)

	Observados	Previstos	Diferencia
<b>Tipos de interés a corto plazo:</b>			
Depósitos a un día	-65	-64	-1
Depósitos de ahorro	-39	-23	-16
Depósitos a corto plazo	-246	-251	5
Descubiertos	-143	-153	10
Préstamos a corto plazo para crédito al consumo	-21	-74	-53
Préstamos a corto plazo para adquisición de vivienda	-178	-178	0
Préstamos a corto plazo a sociedades no financieras	-229	-236	7
EONIA	-317		
EURIBOR a tres meses	-287		
<b>Tipos de interés a largo plazo:</b>			
Depósitos a largo plazo	-72	-63	-9
Préstamos a largo plazo para crédito al consumo	-15	-12	-3
Préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda	-41	-50	9
Préstamos a largo plazo a sociedades no financieras	-91	-96	5
Tipo <i>swap</i> a tres años	-247		
Tipo <i>swap</i> a siete años	-165		
Tipo <i>swap</i> a diez años	-136		

Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Basada en una predicción (estática) de un período hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009.



niendo en cuenta la transmisión típicamente lenta, son, en la mayoría de los casos, relativamente reducidas.

En general, lo anterior apunta a una transmisión bastante normal a los tipos de interés bancarios desde que comenzaron las turbulencias. Sin embargo, se ha observado cierta dispersión en cuanto a la respuesta de los productos bancarios durante las turbulencias y, más recientemente, desde que se inició la relajación de la política monetaria. En concreto, mientras que la mayoría de los tipos de interés a corto plazo de las IFM se han reducido de forma acusada desde junio del 2007, la evolución de los tipos a largo plazo ha sido mucho más moderada. Aparte de la disminución ligeramente menor de los tipos de mercado a largo plazo (especialmente en los últimos meses), esta diferencia podría también reflejar el hecho de que las entidades han endurecido los criterios de aprobación del crédito para los préstamos a largo plazo en mayor medida que para los préstamos a corto plazo<sup>19</sup>.

Por otra parte, las variaciones acumuladas de los tipos de los depósitos entre julio del 2007 y mayo del 2009 dieron lugar, en general, a tipos de interés algo más bajos que los previstos. Lo anterior parece sugerir que las entidades de crédito han aplicado a sus clientes minoristas tipos de interés de los depósitos más bajos durante las turbulencias que en el pasado, lo que podría obedecer al hecho de que los bancos de la zona del euro han tratado de compensar las pérdidas registradas durante este período aumentando los diferenciales sobre los depósitos y, por lo tanto, incrementando su rentabilidad. Los esfuerzos realizados en ese sentido con el fin de mitigar el desfavorable efecto de la crisis financiera podrían haber contribuido también a la diferencia positiva observada entre las variaciones acumuladas de los tipos de los préstamos aplicados por las IFM observados y los tipos de los préstamos previstos. Por otra parte, dado que la predicción de los tipos de interés de los préstamos aplicados por las IFM se ha basado en la manera en que se produjo la transmisión en el pasado (asumiendo implícitamente una prima de riesgo de crédito a largo plazo constante), se podría estar subestimando ligeramente el aumento

de la percepción del riesgo por parte de los bancos en lo que se refiere a la solvencia de los prestatarios. Ello podría dar lugar a unos criterios de aprobación del crédito más restrictivos que en el pasado, lo que se reflejaría, entre otros factores, en una ampliación de los diferenciales de los préstamos.

#### **EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO DE LAS IFM**

Si se observa con mayor detenimiento el patrón de la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM desde que se pusieron de manifiesto las tensiones financieras a mediados del 2007, y se compara con lo que podría haberse esperado basándose en la manera en que se produjo el proceso de transmisión en el pasado y en la evolución de los tipos de mercado hasta mayo del 2009, se puede realizar una valoración del impacto de las turbulencias en los mercados financieros sobre la fijación de los tipos de interés de los productos minoristas en la zona del euro. El efecto inmediato más notable de las turbulencias sobre la transmisión a los tipos de interés bancarios se ha observado en los tipos de interés a corto plazo. Ello se debe al hecho de que, en el período desde mediados del 2007, la relación habitualmente estrecha existente entre los tipos del mercado monetario a un día —sobre los que la política monetaria tiene cierto control— y los tipos del mercado monetario a plazo se rompió. Esta perturbación repercutió en la transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés bancarios minoristas a corto plazo, ya que estos últimos se suelen determinar (e incluso, a veces, indiciar) con respecto a los tipos EURIBOR sin garantías. Tras el inicio de las turbulencias en los mercados financieros, los bancos continuaron haciendo un seguimiento estrecho de los tipos EURIBOR para establecer sus tipos de interés a corto plazo. No obstante, dado que durante un período prolongado los tipos EURIBOR no siguieron de

19 Esto es compatible con la evidencia procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009, en la que las entidades de crédito informan de que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito a partir del tercer trimestre del 2007 se ha ajustado, en parte, a través de unos requerimientos más estrictos en lo que se refiere al vencimiento de los préstamos.



cerca la evolución de los tipos de interés a un día (o de los tipos de interés oficiales), la transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a su clientela pareció reducirse ligeramente<sup>20</sup>.

Si se considera, en primer lugar, la evolución de los tipos de los depósitos a corto plazo, se observa que, entre junio del 2007 y mayo del 2009, los bancos transmitieron las variaciones registradas en el EURIBOR a tres meses de un modo bastante similar a como ocurría en el pasado (en el gráfico 4 se muestra una evolución casi idéntica del tipo de los depósitos a corto plazo observado y el tipo de interés previsto basado en el EURIBOR a tres meses). En concreto, la pronunciada caída de los tipos EURIBOR desde octubre del 2008, inducida por la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE, se vio reflejada en un notable descenso de los tipos de los depósitos a corto plazo, que, en meses más recientes, fue incluso más acusado de lo que mostraba la predicción basada en el EURIBOR a tres meses. Al mismo tiempo, el nivel de los tipos de los depósitos a corto plazo durante este período

fue sustancialmente más elevado (un promedio cercano a 56 puntos básicos) que el perfil previsto para los tipos de interés de los depósitos a corto plazo basado en la evolución del tipo *swap* del EONIA a tres meses (como muestra el gráfico 4). Ello indica que, durante las turbulencias, y debido al diferencial persistentemente amplio entre el EURIBOR y los tipos *swap* del EONIA, los tipos de los depósitos han superado el nivel implícito en la orientación de la política monetaria<sup>21</sup>.

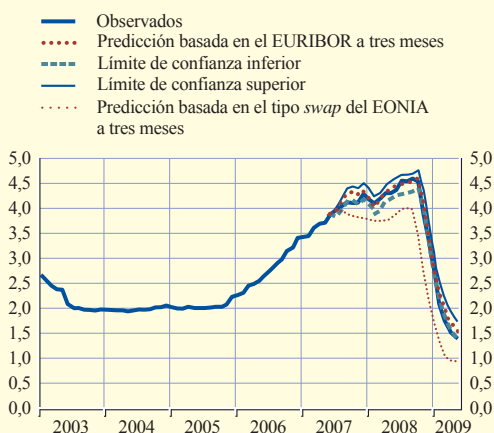
Si se consideran, por otra parte, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo, en el gráfico 5 se presentan los tipos de interés de los descubiertos actuales y previstos (basados en el EONIA). Aunque en el período comprendido entre junio del 2007 y mayo del 2009 los tipos de los descubiertos tendieron a seguir, bastante bien, la senda esperada

20 Véase también el recuadro titulado «Consecuencias de las tensiones observadas en el mercado monetario en el proceso de transmisión de los tipos de interés aplicados por las IFM», en el Boletín Mensual de diciembre del 2008.

21 Se encuentra un patrón similar para otras clases de tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los depósitos, tales como los tipos de interés a un día y los tipos de los depósitos de ahorro.

Gráfico 4 Tipos de interés de los depósitos a corto plazo observados y previstos

(en porcentajes por año; datos mensuales; enero 2003-mayo 2009)

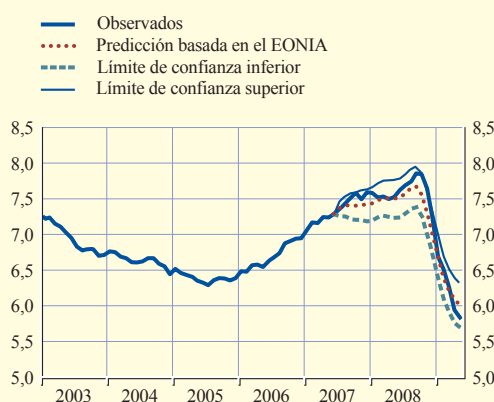


Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Predicción (dinámica) N periodos hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados del modelo descrito en el recuadro 1. Los límites de confianza inferior y superior se refieren a la predicción basada en el EURIBOR a tres meses.

Gráfico 5 Tipos de interés de los descubiertos observados y previstos

(en porcentajes por año; datos mensuales; enero 2003-mayo 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Predicción (dinámica) N periodos hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados del modelo descrito en el recuadro 1. El «tipo de interés de los descubiertos» es la media ponderada de los tipos de los descubiertos de los hogares y de las sociedades no financieras, utilizando como ponderaciones los volúmenes de las nuevas operaciones.

(basada en la experiencia pasada) en el segundo semestre del 2008 aumentaron algo más de lo esperado (y, en el cuarto trimestre 2008, incluso se elevaron ligeramente por encima del intervalo de confianza del 95%). Ello podría reflejar un aumento de la percepción del riesgo por parte de las entidades de crédito durante un período de incertidumbre extremadamente elevada, que podría haber provocado un endurecimiento de los criterios de aprobación de estas líneas de crédito y de estos préstamos que habitualmente no están garantizados<sup>22</sup>. No obstante, esta preocupación parece haber pasado a ser menos acuciante a comienzos del 2009, pues los tipos de los descubiertos cayeron considerablemente, en paralelo con la relajación de la orientación de la política monetaria.

La evolución de los tipos de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras y de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda es prácticamente similar (véanse gráficos 6 y 7, respectivamente). Mientras que los tipos de interés de ambas categorías de préstamos tendieron a evolucionar prácticamente en línea con la predicción basada en la experiencia pasada y con la evolución reciente del EURIBOR a tres meses, la di-

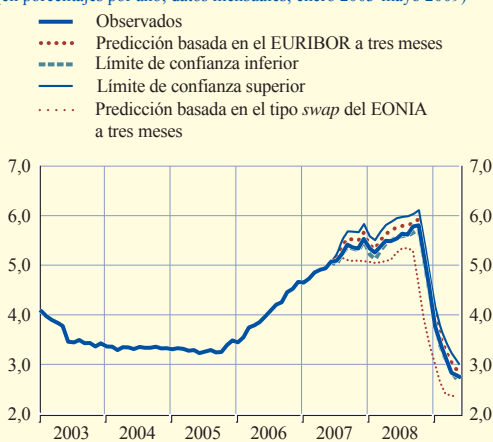
ferencia entre el nivel observado de estos tipos de interés en comparación con el nivel previsto basado en la evolución del tipo *swap* a un día (40-50 puntos básicos, en promedio, entre junio del 2007 y mayo del 2009) fue bastante marcada. Por lo tanto, en el mercado de préstamos a corto plazo, el mecanismo de transmisión de la política monetaria se vio, asimismo, ligeramente afectado, sobre todo en el período comprendido entre mediados del 2007 y finales del 2008. No obstante, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo a hogares y a sociedades no financieras se han reducido drásticamente desde noviembre del 2008, como consecuencia del recorte de los tipos de interés oficiales del BCE —junto con otras medidas adoptadas por el BCE para fomentar la normalización gradual de la situación del mercado monetario<sup>23</sup>. En mayo del 2009, se situaban a un nivel considerablemente más bajo (180-230 puntos

22 Esto se corresponde con el máximo nivel de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito en el cuarto trimestre del 2008, como informaron las entidades de crédito de la zona en la encuesta sobre préstamos bancarios de enero del 2009.

23 Como la decisión de 18 de diciembre de 2008 de restablecer la banda que determinan los tipos de interés de las facilidades permanentes y de iniciar varias operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y con adjudicación plena y, tras la decisión del Consejo de Gobierno de 7 de mayo de 2009, con vencimiento hasta un año.

**Gráfico 6 Tipos de interés de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras observados y previstos**

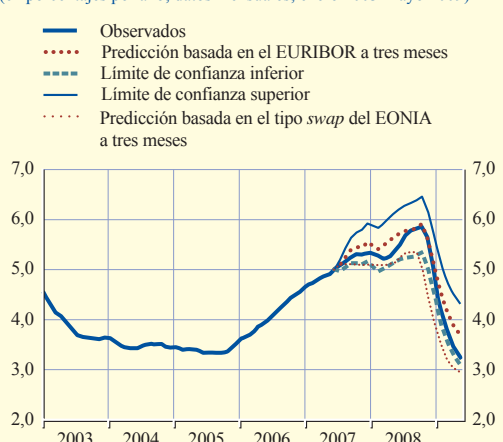
(en porcentajes por año; datos mensuales; enero 2003-mayo 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: Predicción (dinámica) N períodos hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados del modelo descrito en el recuadro 1. Los límites de confianza inferior y superior se refieren a la predicción basada en el EURIBOR a tres meses.

**Gráfico 7 Tipos de los préstamos a corto plazo a hogares para adquisición de vivienda observados y previstos**

(en porcentajes por año; datos mensuales; enero 2003-mayo 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: Predicción (dinámica) N períodos hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados del modelo descrito en el recuadro 1. Los límites de confianza inferior y superior se refieren a la predicción basada en el EURIBOR a tres meses.

básicos) que el inmediatamente anterior a que se manifestaran las turbulencias. Con todo, no puede descartarse la posibilidad de que parte de la reducción de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo durante los últimos meses se haya debido a la escasez de demanda de préstamos por parte de las empresas y de los hogares en un contexto de moderación de la actividad económica<sup>24</sup>.

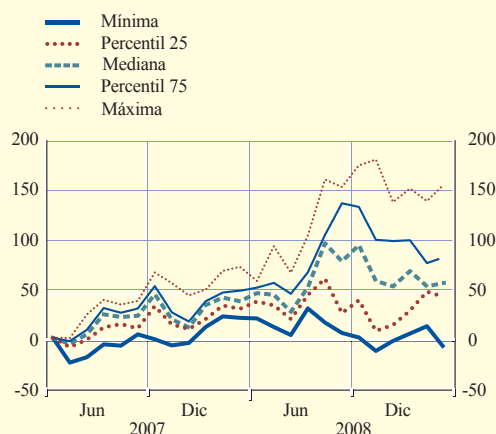
La divergencia entre los tipos EURIBOR y los tipos *swap* de tipos de interés a un día durante la crisis financiera afectó a la medida en que las entidades de crédito transmitieron las variaciones de los tipos de interés oficiales en casi todos los países de la zona del euro. Este efecto se presenta en los gráficos 8 y 9, que muestran la dispersión entre países de las diferencias entre los tipos de interés observados de los préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, respectivamente, y los tipos previstos basados en el tipo *swap* del EONIA a tres meses. Sin embargo, a lo largo del período

se observó una gran dispersión entre las entidades de crédito de los distintos países en términos del efecto que tuvo el mal funcionamiento del mercado monetario sobre el proceso de transmisión. Además, mientras que la diferencia media entre el nivel de los tipos de interés observados de los préstamos a corto plazo y la previsión basada en el *swap* de tipos de interés a un día ha disminuido ligeramente desde el otoño del 2008, la dispersión entre países se ha ampliado sustancialmente. Esta dispersión puede reflejar el hecho de que las entidades de crédito de algunos países de la zona del euro son más proclives a fijar el precio de los tipos de interés de los préstamos con respecto a los tipos EURIBOR. También podría ser debido a que la posición de balance de los bancos y las perspectivas relativas al riesgo de crédito en estos países son menos satisfactorias y, por lo tanto, obligan a los bancos a funcionar con unos diferenciales más grandes con respecto a los tipos de mercado. Asimismo, es posible que las fuerzas competitivas en algunos países hayan inducido a las entidades de crédito a indiciar sus tipos con respecto al EONIA en lugar de con respecto al EURIBOR y, por lo tanto, a restablecer el estrecho vínculo exist-

24 Esto se refleja, por ejemplo, en la demanda neta de préstamos fuertemente negativa, de la que se informa en la encuesta sobre préstamos bancarios de julio del 2009.

**Gráfico 8** Dispersión entre países de las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de los grandes préstamos a las sociedades no financieras observados y los tipos previstos basados en el tipo *swap* del EONIA a tres meses

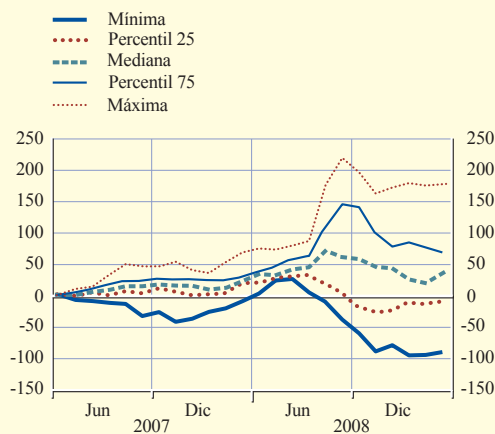
(puntos básicos; datos mensuales; junio 2007-abril 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Predicción (dinámica) N períodos hacia delante para el período julio 2007-abril 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados de un modelo de corrección de errores específico para cada país.

**Gráfico 9** Dispersión entre países de las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda observados y los tipos previstos basados en el tipo *swap* del EONIA a tres meses

(puntos básicos; datos mensuales; junio 2007-abril 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Predicción (dinámica) N períodos hacia delante para el período julio 2007-abril 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados de un modelo de corrección de errores específico para cada país.

tente entre los tipos de interés oficiales y los tipos bancarios a corto plazo.

### EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE LAS IFM

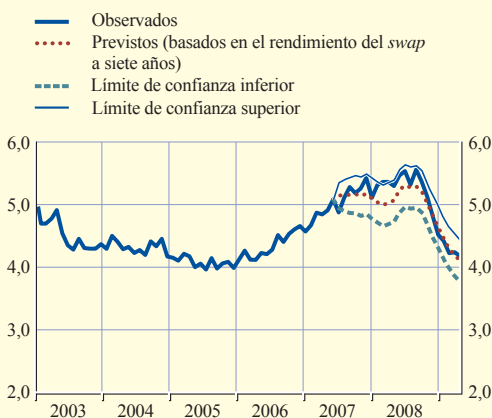
Por último, considerando la evidencia relativa al proceso de transmisión a los tipos de interés de los préstamos a largo plazo desde que se inició la crisis financiera a mediados del 2007, los gráficos 10 y 11 muestran los tipos de interés observados de los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, respectivamente, en relación con los tipos de interés previstos basados en el modelo de corrección del error que se describe en el recuadro 1 y en el tipo *swap* a siete años. En general, basándose en la evolución de los tipos de mercado entre junio del 2007 y mayo del 2009, las variaciones de los tipos de interés oficiales se transmitieron a los tipos a largo plazo de ambas categorías de préstamos de una manera que era básicamente coherente con el comportamiento anterior. En el segundo semestre del 2007 y en la mayor parte del 2008, el tipo de los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras (que son bastante volátiles) fluctuó ligeramente por encima del nivel previsto por el modelo de transmisión, lo que po-

dría reflejar la práctica de las entidades de crédito de fijar tipos de interés relativamente altos en un contexto caracterizado por una demanda de préstamos que aún permanecía en niveles elevados durante ese período de gran incertidumbre. Además, al igual que los tipos de interés a corto plazo de las IFM, los tipos de los préstamos a largo plazo también se han reducido de forma pronunciada en los últimos meses y, a pesar de los problemas a los que tienen que hacer frente las entidades en términos de su rentabilidad y de la situación de sus balances, estas parecen haber transmitido los recortes registrados en los tipos de interés oficiales de una manera bastante similar a como se hizo en el pasado, aunque en los meses más recientes los tipos de interés observados de los préstamos para adquisición de vivienda han sido ligeramente más elevados que los tipos previstos basados en el tipo *swap* a siete años.

En resumen, la transmisión a los tipos de interés de los préstamos a largo plazo no parece haber sido mucho más lenta que en el pasado. Esta evolución debería contemplarse, sin embargo, en el contexto de una demanda de préstamos más moderada por parte de las empresas y de los hogares, como se informaba en la última ronda de encuestas sobre

**Gráfico 10** Tipos de interés a largo plazo de los préstamos a sociedades no financieras observados y previstos

(en porcentajes por año; datos mensuales; enero 2003-mayo 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Predicción (dinámica) N periodos hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados del modelo descrito en el recuadro 1.

**Gráfico 11** Tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda observados y previstos

(en porcentajes por año; datos mensuales; enero 2003-mayo 2009)



Fuentes: BCE, Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Predicción (dinámica) N periodos hacia delante para el período julio 2007-mayo 2009, basada en la evolución observada de los tipos de interés de mercado y en los coeficientes estimados del modelo descrito en el recuadro 1.

préstamos bancarios. Debido a los numerosos factores compensatorios que afectan actualmente a los tipos de interés de los préstamos bancarios en un contexto caracterizado por la persistencia de una elevada incertidumbre, será esencial realizar un seguimiento de la evolución en los próximos meses.

## 5 CONCLUSIONES

Dado que la zona del euro tiene un sistema financiero basado en entidades de crédito, la medida en que los tipos de interés oficiales se transmiten a los tipos de interés aplicados por estas a su clientela en la zona del euro constituye un aspecto crucial del proceso de transmisión de la política monetaria. En este artículo se han analizado los principales factores que afectan a dicho proceso de transmisión. También se ha examinado la evidencia empírica de que se dispone para la zona del euro y se ha considerado el funcionamiento del proceso de transmisión durante el reciente período de tensiones en los mercados financieros. En general, a pesar de algunas disparidades subyacentes entre los países de la zona, en los últimos años el proceso de transmisión a los tipos de inte-

rés bancarios parece haber funcionado satisfactoriamente, en el sentido de que los movimientos conjuntos de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela y de los tipos de mercado no parecen haber sido muy distintos de los patrones observados en el pasado. Incluso durante la actual crisis financiera, el proceso de transmisión a los tipos de interés bancarios ha funcionado relativamente bien, en lo que se refiere a su respuesta a la evolución de los tipos EURIBOR y de los tipos de mercado a largo plazo, aunque menos bien en cuanto a su respuesta a la evolución del EONIA, en un contexto caracterizado por las continuas tensiones observadas en el mercado interbancario durante ese período. Al mismo tiempo, los criterios de aprobación del crédito por parte de los bancos se han endurecido significativamente en los últimos trimestres, contrarrestando, en cierta medida, el correcto proceso de transmisión a los tipos de interés de los préstamos concedidos por las entidades de crédito a su clientela. Al mejorar gradualmente la economía, reforzarse la base de capital de los bancos y normalizarse su comportamiento en lo que se refiere a la asunción de riesgos, resultará esencial que las entidades de crédito incrementen su actividad crediticia.



# **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	Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor	S25
<b>3</b>	<b>CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

<b>6</b>	<b>FINANZAS PÚBLICAS</b>	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	<b>S55</b>
6.2	Deuda	<b>S56</b>
6.3	Variaciones de la deuda	<b>S57</b>
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit; 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>

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

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

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

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <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
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,7	4,64	3,69
2008 III	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,2	4,98	4,34
IV	2,7	8,9	8,2	-	7,4	19,8	4,24	3,69
2009 I	5,3	7,2	6,0	-	4,6	25,1	2,01	3,77
II	7,9	5,5	4,3	-	2,2	.	1,31	3,99
2009 Feb	6,1	6,9	5,8	5,6	4,3	25,9	1,94	3,85
Mar	5,9	6,2	5,1	5,2	3,1	26,7	1,64	3,77
Abr	8,3	5,9	4,9	4,6	2,3	26,8	1,42	3,79
May	7,9	5,0	3,7	4,1	1,8	26,0	1,28	4,18
Jun	9,3	4,8	3,5	.	1,5	.	1,23	3,99
Jul	.	.	.	.	.	.	0,97	3,74

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

	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
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,3	0,7	-1,8	81,8	0,8	7,5
2008 IV	2,3	3,4	4,0	-1,7	-8,9	78,1	0,0	8,0
2009 I	1,0	-2,0	3,7	-4,9	-18,2	72,5	-1,3	8,8
II	0,2	-5,8	.	.	.	69,9	.	9,3
2009 Feb	1,2	-1,9	-	-	-19,2	-	-	8,8
Mar	0,6	-3,2	-	-	-18,7	-	-	9,0
Abr	0,6	-4,8	-	-	-20,6	70,3	-	9,2
May	0,0	-5,9	-	-	-17,0	-	-	9,3
Jun	-0,1	-6,6	-	-	.	-	-	9,4
Jul	-0,6	.	-	-	.	69,5	-	.

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

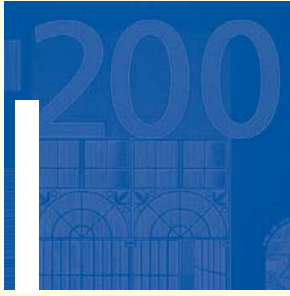
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 <sup>6)</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)	
							6	
1	2	3	4	5	6	7	8	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-89,0	-6,0	-242,3	441,5	374,2	113,0	113,6	1,4708
2008 III	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	372,5	114,1	114,3	1,5050
IV	-28,5	-0,6	-77,7	204,2	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 I	-40,8	-10,3	-38,5	179,4	395,7	111,9	112,2	1,3029
II	.	.	.	.	381,5	113,2	113,4	1,3632
2009 Feb	-6,5	0,3	-8,5	81,4	423,1	110,4	110,7	1,2785
Mar	-6,1	3,3	-20,6	95,7	395,7	113,3	113,5	1,3050
Abr	-7,4	3,9	-4,5	-9,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
May	-12,7	2,2	6,1	53,8	392,2	113,0	113,2	1,3650
Jun	.	.	.	.	381,5	114,0	114,2	1,4016
Jul	.	.	.	.	.	113,8	114,0	1,4088

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.
- Los datos se refieren al Euro-16, salvo indicación en contrario.
- Véanse las Notas Generales para la definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema (millones de euros)

### 1. Activo

	2009 10 julio	2009 17 julio	2009 24 julio	2009 31 julio
<b>Oro y derechos en oro</b>	232.126	232.127	232.126	232.120
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	160.365	159.624	159.626	159.614
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	68.964	62.878	62.639	61.226
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	19.511	20.628	19.947	18.712
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	808.008	801.888	789.848	775.730
Operaciones principales de financiación	106.406	100.294	88.273	94.780
Operaciones de financiación a plazo más largo	701.453	701.456	701.456	680.780
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	135	94	96	151
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	14	44	23	19
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	23.017	22.761	23.989	24.301
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	301.718	301.197	305.619	306.611
Valores mantenidos con fines de política monetaria	66	1.079	2.901	4.232
Otros valores	301.652	300.118	302.719	302.379
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	36.230	36.230	36.230	36.230
<b>Otros activos</b>	238.970	238.380	237.824	239.548
<b>Total activo</b>	1.888.909	1.875.712	1.867.848	1.854.093

### 2. Pasivo

	2009 10 julio	2009 17 julio	2009 24 julio	2009 31 julio
<b>Billetes en circulación</b>	770.275	770.379	768.445	772.801
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	427.353	419.415	389.811	394.844
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	271.815	229.528	194.492	186.105
Facilidad de depósito	155.535	189.873	195.315	208.737
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	2	13	3	3
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	279	278	260	298
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	132.581	142.772	167.243	151.699
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	123.226	109.496	107.028	98.261
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	4.831	3.706	4.425	3.207
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	10.346	11.874	12.387	13.993
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	5.436	5.436	5.436	5.436
<b>Otros pasivos</b>	153.826	151.598	152.057	152.799
<b>Cuentas de revalorización</b>	187.797	187.797	187.797	187.797
<b>Capital y reservas</b>	72.960	72.961	72.960	72.958
<b>Total pasivo</b>	1.888.909	1.875.712	1.867.848	1.854.093

Fuente: BCE.

## 1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <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 variable			Vencimiento a [...] días	
				Subastas a 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 Abr	237.634	536	237.634	1,25	-	-	-	7
15	249.411	557	249.411	1,25	-	-	-	7
22	244.126	563	244.126	1,25	-	-	-	7
29	233.157	526	233.157	1,25	-	-	-	7
6 May	234.197	503	234.197	1,25	-	-	-	7
13	229.565	512	229.565	1,00	-	-	-	7
20	221.324	558	221.324	1,00	-	-	-	7
27	276.814	709	276.814	1,00	-	-	-	7
3 Jun	227.576	620	227.576	1,00	-	-	-	7
10	302.077	604	302.077	1,00	-	-	-	7
17	309.621	670	309.621	1,00	-	-	-	7
24	167.902	530	167.902	1,00	-	-	-	7
1 Jul	105.905	405	105.905	1,00	-	-	-	7
8	106.406	397	106.406	1,00	-	-	-	7
15	100.294	389	100.294	1,00	-	-	-	7
22	88.272	396	88.272	1,00	-	-	-	7
29	94.780	382	94.780	1,00	-	-	-	7
5 Ago	80.785	348	80.785	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2009 13 May	116.063	113	116.063	1,00	-	-	-	28
14	33.666	56	33.666	1,00	-	-	-	91
14	20.695	97	20.695	1,00	-	-	-	182
28	27.541	104	27.541	1,00	-	-	-	91
10 Jun	56.780	147	56.780	1,00	-	-	-	28
11	14.536	44	14.536	1,00	-	-	-	91
11	18.202	110	18.202	1,00	-	-	-	182
25	442.241	1.121	442.241	1,00	-	-	-	371
25	6.432	70	6.432	1,00	-	-	-	98
8 Jul	38.285	86	38.285	1,00	-	-	-	35
9	2.996	28	2.996	1,00	-	-	-	91
9	9.067	56	9.067	1,00	-	-	-	189
30	9.492	68	9.492	1,00	-	-	-	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>5)</sup>		Tipo medio ponderado
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 1 Oct	Operaciones temporales	173.047	52	173.047	4,25	-	-	-	-	1
2	Captación de depósitos a plazo fijo	216.051	65	200.000	4,25	-	-	-	-	1
3	Captación de depósitos a plazo fijo	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3
6	Captación de depósitos a plazo fijo	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1
9	Captación de depósitos a plazo fijo	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6
11 Nov	Operaciones temporales	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
9 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
7 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones adjudicadas, pero no liquidadas.
- Con efectos a partir de abril del 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades puedan realizar sus pujas.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.



### 1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en <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 a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 Feb	18.466,6	10.142,2	870,3	2.438,4	1.272,4	3.743,2
Mar	18.269,2	10.015,6	845,4	2.443,0	1.203,2	3.761,9
Abr	18.447,1	10.085,4	846,1	2.452,5	1.253,3	3.809,8
May	18.490,5	9.973,6	854,6	2.404,8	1.225,6	4.031,9

#### 2. Reservas mantenidas

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

#### 3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>3),4)</sup>	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) <sup>2)</sup>		
	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 10 Feb	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7
10 Mar	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5
7 Abr	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6
12 May	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0
9 Jun	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1.000,0
7 Jul	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1.102,0

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) A partir del 1 de enero de 2009, incluye las operaciones de política monetaria ejecutadas mediante operaciones de ajuste por el Národná Banka Slovenska antes del 1 de enero de 2009 y que todavía estaban vivas con posterioridad a esa fecha.



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <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							
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM						3	4	5	6	7	8	9
Eurosistema																					
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4							
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6							
2008 III	2.473,4	1.342,5	18,5	0,7	1.323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9							
IV	2.983,0	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0							
2009 Ene	2.830,2	1.606,0	18,6	0,7	1.586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7							
Feb	2.772,6	1.537,1	18,6	0,7	1.517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0							
Mar	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5							
Abr	2.710,2	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7							
May	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,8	322,9	2,5	50,4	-	15,0	488,6	15,8	331,0							
Jun <sup>3)</sup>	2.893,3	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	381,0	327,0	2,7	51,3	-	15,0	486,1	16,4	323,4							
IFM, excluido el Eurosistema																					
2006	25.944,6	14.881,7	809,0	9.134,7	4.938,0	3.561,5	1.278,8	645,8	1.636,9	83,5	1.171,4	4.336,6	172,6	1.737,4							
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7							
2008 III	31.534,6	18.134,4	978,8	10.800,1	6.355,5	4.207,8	1.195,4	1.106,8	1.905,6	101,8	1.316,1	5.125,7	203,2	2.445,5							
IV	31.840,7	18.053,4	967,6	10.768,2	6.317,6	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.889,9							
2009 Ene	32.287,8	18.203,0	983,2	10.854,8	6.364,9	4.769,0	1.308,3	1.409,5	2.051,1	101,6	1.205,1	4.861,4	210,6	2.937,0							
Feb	32.133,5	18.071,0	979,8	10.831,8	6.259,4	4.849,5	1.342,4	1.430,3	2.076,8	102,8	1.189,0	4.770,4	215,0	2.935,7							
Mar	31.747,4	17.907,7	970,7	10.810,5	6.126,6	4.920,7	1.387,3	1.447,5	2.085,9	104,1	1.185,7	4.545,4	215,1	2.868,7							
Abr	31.862,8	17.907,6	982,4	10.806,9	6.118,3	4.993,6	1.405,1	1.472,9	2.115,6	103,8	1.217,8	4.611,3	214,0	2.814,7							
May	31.525,3	17.863,1	974,7	10.804,1	6.084,2	5.034,7	1.421,9	1.469,7	2.143,1	102,6	1.214,5	4.475,6	214,5	2.620,4							
Jun <sup>3)</sup>	31.815,3	18.051,5	998,5	10.834,6	6.218,4	5.079,9	1.468,2	1.488,1	2.123,6	94,8	1.198,2	4.428,7	215,1	2.747,2							

#### 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						3
Eurosistema												
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6	
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3	
2008 III	2.473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1	
IV	2.983,0	784,8	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4	
2009 Ene	2.830,2	761,9	1.093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3	
Feb	2.772,6	763,8	1.075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,6	
Mar	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8	
Abr	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,2	274,9	314,1	
May	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9	
Jun <sup>3)</sup>	2.893,3	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	208,0	358,5	
IFM, excluido el Eurosistema												
2006	25.944,6	-	13.265,1	124,1	7.901,8	5.239,3	698,3	4.233,6	1.454,1	3.991,4	2.302,2	
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,4	1.683,6	4.533,4	2.747,4	
2008 III	31.534,6	-	16.234,4	139,9	9.347,6	6.746,8	833,2	4.851,4	1.756,1	4.890,5	2.968,9	
IV	31.840,7	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.243,8	
2009 Ene	32.287,8	-	16.816,0	222,6	9.753,5	6.839,9	861,9	4.920,9	1.786,0	4.670,8	3.232,1	
Feb	32.133,5	-	16.704,9	228,2	9.758,6	6.718,1	883,1	4.971,3	1.781,9	4.560,5	3.231,8	
Mar	31.747,4	-	16.609,3	216,2	9.786,1	6.607,0	885,2	4.936,2	1.778,7	4.343,8	3.194,2	
Abr	31.862,8	-	16.646,7	198,0	9.870,6	6.578,2	886,1	4.975,9	1.790,6	4.399,8	3.163,7	
May	31.525,3	-	16.572,1	194,4	9.877,2	6.500,5	874,5	5.000,3	1.804,3	4.264,1	3.010,0	
Jun <sup>3)</sup>	31.815,3	-	16.797,2	227,5	9.935,0	6.634,7	844,1	4.979,7	1.827,2	4.221,0	3.146,1	

Fuente: BCE.

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

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

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

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

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <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
Saldos vivos											
2006	19.710,1	9.964,0	828,7	9.135,3	2.114,5	1.466,3	648,2	811,4	4.687,9	187,3	1.945,0
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.259,8	220,9	2.465,9
2008 III	23.777,8	11.798,0	997,3	10.800,7	2.542,0	1.432,8	1.109,2	874,3	5.608,1	219,2	2.736,2
IV	24.107,5	11.755,1	986,2	10.768,8	2.961,4	1.552,6	1.408,8	786,3	5.236,4	227,3	3.141,2
2009 Ene	24.488,5	11.857,3	1.001,8	10.855,5	3.034,9	1.622,9	1.412,0	789,3	5.385,2	226,6	3.195,1
Feb	24.430,4	11.830,9	998,4	10.832,4	3.093,7	1.660,7	1.433,0	777,1	5.300,9	230,9	3.196,9
Mar	24.151,3	11.800,5	989,4	10.811,1	3.160,1	1.710,1	1.450,0	770,3	5.036,4	230,9	3.153,2
Abr	24.236,7	11.808,1	1.000,5	10.807,6	3.206,8	1.731,6	1.475,2	795,6	5.098,8	229,8	3.097,7
May	23.901,7	11.797,6	992,8	10.804,8	3.217,0	1.744,8	1.472,2	792,7	4.964,2	230,2	2.899,9
Jun <sup>(p)</sup>	24.082,1	11.851,5	1.016,2	10.835,2	3.286,0	1.795,2	1.490,9	778,8	4.914,8	231,4	3.019,6
Operaciones											
2007	2.573,3	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	781,3	-0,5	490,0
2008	1.611,0	601,2	12,5	588,7	373,0	58,1	314,9	-56,0	-71,2	-2,1	766,2
2009 I	-140,4	6,5	2,1	4,4	180,8	142,0	38,7	-4,1	-279,3	2,1	-46,3
II <sup>(p)</sup>	15,5	72,5	27,4	45,0	137,5	90,4	47,2	5,8	-63,6	0,5	-138,2
2009 Ene	87,4	38,3	14,1	24,2	52,1	56,0	-3,9	11,1	-44,3	-2,2	32,6
Feb	-89,0	-25,2	-3,3	-21,9	58,9	37,1	21,8	-7,6	-105,2	4,4	-14,3
Mar	-138,9	-6,6	-8,6	2,0	69,7	48,9	20,8	-7,6	-129,8	0,0	-64,6
Abr	59,9	7,0	11,3	-4,3	47,6	21,4	26,2	21,7	41,2	-1,1	-56,4
May	-224,2	6,7	-7,5	14,1	21,6	19,8	1,8	-3,1	-52,4	0,4	-198,4
Jun <sup>(p)</sup>	179,8	58,8	23,6	35,1	68,3	49,2	19,2	-12,8	-52,4	1,2	116,7

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2006	19.710,1	592,3	157,8	7.917,7	614,6	2.569,8	1.285,5	4.026,7	2.537,7	7,9
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,6	1.492,7	4.599,4	3.077,7	-56,5
2008 III	23.777,8	657,2	191,2	9.365,3	731,1	2.906,9	1.563,9	5.178,6	3.252,1	-68,7
IV	24.107,5	723,0	259,6	9.727,2	726,3	2.828,2	1.613,6	4.779,3	3.567,1	-117,1
2009 Ene	24.488,5	712,3	325,1	9.772,6	759,9	2.824,4	1.658,6	4.999,9	3.575,4	-140,2
Feb	24.430,4	716,0	339,1	9.780,9	779,9	2.849,0	1.670,3	4.861,9	3.549,4	-116,5
Mar	24.151,3	719,9	351,8	9.809,4	780,8	2.801,4	1.645,8	4.645,3	3.496,0	-99,5
Abr	24.236,7	729,2	338,2	9.892,1	782,0	2.811,1	1.646,9	4.674,7	3.477,8	-115,7
May	23.901,7	732,0	331,5	9.896,2	771,6	2.806,9	1.659,1	4.513,1	3.310,9	-120,0
Jun <sup>(p)</sup>	24.082,1	735,0	352,7	9.958,6	749,0	2.804,9	1.676,2	4.429,1	3.504,6	-128,2
Operaciones										
2007	2.573,3	45,8	-13,4	838,8	54,5	270,0	150,1	774,5	465,7	-13,1
2008	1.611,0	83,3	106,1	606,8	29,8	-27,8	142,4	64,8	664,7	-59,2
2009 I	-140,4	-4,4	89,3	26,2	55,8	-37,5	19,4	-198,1	-84,2	-6,9
II <sup>(p)</sup>	15,5	15,0	0,9	158,0	-19,8	17,6	35,7	-170,5	-8,4	-13,0
2009 Ene	87,4	-12,0	62,5	-23,0	34,8	-39,0	20,8	76,7	37,1	-70,5
Feb	-89,0	3,6	14,0	8,9	20,2	22,3	8,9	-149,9	-36,2	19,1
Mar	-138,9	4,0	12,7	40,3	0,9	-20,8	-10,3	-124,9	-85,2	44,5
Abr	59,9	9,3	-13,3	79,6	2,5	4,9	4,3	8,3	-15,7	-20,0
May	-224,2	2,8	-6,7	16,2	0,4	15,5	14,2	-86,9	-192,2	12,4
Jun <sup>(p)</sup>	179,8	3,0	20,8	62,2	-22,7	-2,9	17,2	-91,9	199,6	-5,4

Fuente: BCE.

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

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

3) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años de 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>

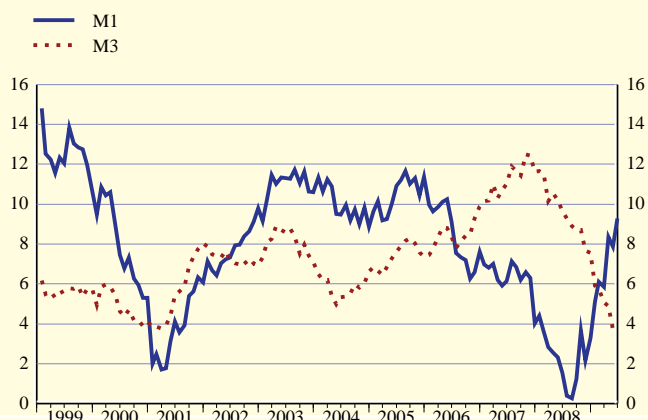
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							3	4		5
Saldos vivos												
2006	3.685,1	2.959,0	6.644,1	1.099,6	7.743,7	-	5.427,8	2.319,8	10.619,0	9.148,3	-	637,3
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,5	8.664,6	-	5.968,1	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	634,7
2008 III	3.894,3	3.986,1	7.880,4	1.367,3	9.247,7	-	6.123,8	2.443,8	12.801,8	10.793,3	-	434,7
2008 IV	3.982,0	4.046,2	8.028,2	1.379,0	9.407,3	-	6.294,2	2.562,1	12.985,7	10.784,6	-	430,0
2009 Ene	4.103,7	3.986,1	8.089,8	1.308,5	9.398,3	-	6.443,9	2.624,3	13.085,0	10.869,9	-	369,3
2009 Feb	4.133,5	3.981,1	8.114,6	1.323,6	9.438,2	-	6.490,0	2.656,5	13.090,8	10.859,7	-	421,2
2009 Mar	4.122,6	3.964,2	8.086,8	1.313,3	9.400,1	-	6.444,2	2.687,5	13.033,2	10.809,0	-	391,0
2009 Abr	4.199,9	3.961,6	8.161,6	1.315,1	9.476,6	-	6.468,0	2.712,9	13.011,9	10.792,2	-	453,6
2009 May	4.190,2	3.938,3	8.128,4	1.279,8	9.408,3	-	6.501,8	2.721,8	13.013,0	10.793,6	-	501,0
2009 Jun <sup>(p)</sup>	4.239,9	3.905,4	8.145,2	1.284,8	9.430,0	-	6.533,0	2.794,7	13.066,5	10.808,6	-	487,1
Operaciones												
2007	148,8	529,7	678,5	224,3	902,8	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	5,0
2008	126,0	487,0	613,0	44,3	657,3	-	174,0	70,6	843,2	587,4	749,3	-137,5
2009 I <sup>(p)</sup>	105,1	-98,5	6,6	-62,3	-55,7	-	117,6	108,9	18,9	-13,6	7,9	-54,3
2009 II <sup>(p)</sup>	136,7	-67,7	68,9	-18,4	50,5	-	108,2	113,0	57,9	20,4	45,6	108,5
2009 Ene	83,2	-84,8	-1,6	-65,3	-66,9	-	78,3	46,3	37,5	22,7	29,9	-110,0
2009 Feb	28,1	-2,3	25,7	15,3	41,1	-	40,6	31,7	12,6	-9,0	-3,8	43,0
2009 Mar	-6,2	-11,4	-17,6	-12,3	-29,9	-	-1,4	30,9	-31,2	-27,3	-18,2	12,8
2009 Abr	93,1	-18,2	74,9	2,8	77,7	-	19,4	25,3	-24,4	-17,5	-2,7	62,5
2009 May	-6,3	-16,7	-22,9	-26,4	-49,3	-	59,0	15,7	22,6	18,3	22,6	54,9
2009 Jun <sup>(p)</sup>	49,8	-32,8	17,0	5,1	22,1	-	29,8	72,0	59,8	19,7	25,6	-8,9
Tasas de crecimiento												
2006 Dic	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,0
2007 Dic	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	5,0
2008 Sep	1,2	17,8	9,0	7,4	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,4	-223,9
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-137,5
2009 Ene	5,1	10,0	7,5	-2,7	5,9	6,4	3,5	5,0	6,4	5,1	6,6	-238,6
2009 Feb	6,1	7,8	6,9	-0,8	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	5,8	-176,9
2009 Mar	5,9	6,4	6,2	-1,1	5,1	5,2	4,2	7,6	4,7	3,1	4,7	-133,0
2009 Abr	8,3	3,5	5,9	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,7	2,3	3,9	-23,1
2009 May	7,9	2,1	5,0	-3,7	3,7	4,1	4,8	8,2	3,1	1,8	3,3	80,6
2009 Jun <sup>(p)</sup>	9,3	0,4	4,8	-4,0	3,5	.	5,0	10,8	3,0	1,5	2,8	103,5

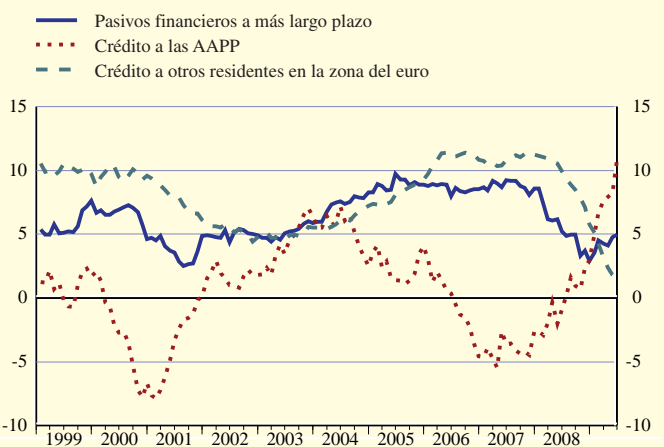
### CI Agregados monetarios <sup>1)</sup>

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

### 2.3 Estadísticas monetarias <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)

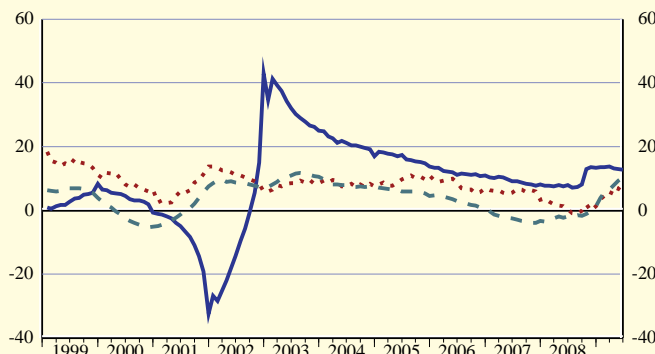
#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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											
2006	578,4	3.106,7	1.404,9	1.554,1	267,1	636,5	196,0	2.385,7	102,0	1.659,9	1.280,2
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,4	686,2	314,9	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,6
2008 III	662,9	3.231,4	2.453,8	1.532,2	342,5	736,5	288,2	2.616,7	114,8	1.833,3	1.558,9
IV	710,0	3.272,0	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,8	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,0
2009 Ene	716,8	3.386,9	2.387,9	1.598,3	321,3	768,2	219,0	2.627,3	123,7	2.038,2	1.654,7
Feb	721,8	3.411,6	2.356,8	1.624,4	326,4	779,9	217,3	2.641,9	123,0	2.056,7	1.668,4
Mar	727,5	3.395,2	2.321,7	1.642,5	336,1	780,4	196,7	2.605,5	124,2	2.074,3	1.640,1
Abr	729,8	3.470,2	2.294,1	1.667,5	337,1	770,5	207,4	2.603,3	125,9	2.090,0	1.648,9
May	730,0	3.460,1	2.257,6	1.680,7	326,1	753,1	200,6	2.599,5	128,2	2.100,1	1.674,1
Jun <sup>(p)</sup>	734,2	3.505,6	2.209,2	1.696,2	355,1	745,6	184,0	2.604,8	129,4	2.117,5	1.681,3
Operaciones											
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,4	42,6	467,2	19,8	48,1	33,2	-37,0	10,8	0,6	20,8	141,9
2009 I	16,1	89,0	-173,3	74,8	-18,0	25,6	-69,8	19,1	2,2	75,9	20,3
II <sup>(p)</sup>	6,8	129,9	-122,2	54,5	19,1	-23,1	-14,5	15,3	4,5	42,0	46,5
2009 Ene	5,4	77,9	-115,1	30,3	-33,0	13,2	-45,5	14,3	1,7	38,8	23,5
Feb	5,1	23,0	-28,4	26,1	5,0	11,9	-1,7	12,3	-0,7	18,1	10,9
Mar	5,6	-11,8	-29,7	18,3	9,9	0,4	-22,7	-7,5	1,2	19,1	-14,1
Abr	2,3	90,8	-43,9	25,7	0,9	-8,6	10,4	-6,7	1,0	13,1	11,9
May	0,2	-6,5	-30,0	13,3	-10,8	-6,9	-8,7	17,8	2,2	11,9	27,2
Jun <sup>(p)</sup>	4,2	45,6	-48,3	15,5	29,0	-7,6	-16,3	4,2	1,2	17,0	7,4
Tasas de crecimiento											
2006 Dic	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 Dic	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 Sep	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,4	2,3	-5,6	3,8	12,2
Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,2	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 Ene	13,7	3,4	14,6	3,9	5,4	2,8	-25,3	0,2	0,6	2,9	10,4
Feb	13,6	4,6	9,5	5,6	5,0	3,8	-20,1	1,3	1,3	4,1	10,7
Mar	13,8	4,3	6,4	6,6	8,0	4,1	-26,7	0,8	3,7	5,0	9,3
Abr	13,2	7,4	0,5	8,0	3,6	3,2	-20,3	0,1	5,1	5,5	9,2
May	13,1	6,8	-2,7	9,4	1,9	2,7	-27,7	0,4	7,7	5,6	10,8
Jun <sup>(p)</sup>	12,8	8,6	-6,1	10,3	5,4	2,8	-33,6	0,3	9,3	6,2	11,1

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

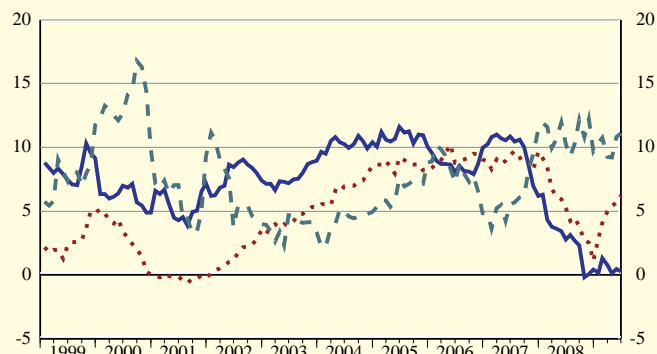
- Efectivo en circulación
- ... Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <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)

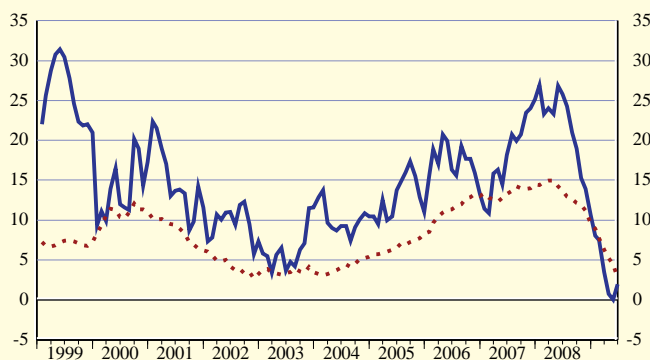
### 1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	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>										
2006	92,2	703,9	3.836,9	1.141,6	707,0	1.988,3	4.515,3	584,2	3.194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4.383,4	1.282,6	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.419,9	752,2
2008 III	102,0	1.002,9	4.769,5	1.378,5	954,3	2.436,7	4.918,8	636,8	3.514,8	767,1
2008 IV	103,7	974,6	4.824,2	1.383,9	960,8	2.479,4	4.882,1	630,6	3.482,1	769,4
2009 Ene	98,2	990,0	4.882,9	1.394,2	977,7	2.510,9	4.898,9	639,6	3.488,9	770,3
Feb	96,2	985,6	4.878,6	1.374,1	980,6	2.523,9	4.899,2	640,8	3.490,9	767,6
Mar	103,2	970,0	4.847,3	1.339,0	980,8	2.527,5	4.888,6	640,8	3.480,6	767,2
Abr	101,7	961,2	4.841,1	1.324,1	986,1	2.531,0	4.888,2	635,5	3.482,5	770,2
May	101,6	978,2	4.826,8	1.315,9	982,0	2.528,8	4.887,0	633,7	3.481,0	772,4
Jun <sup>(p)</sup>	105,1	1.023,5	4.787,8	1.285,3	976,5	2.526,0	4.892,2	635,8	3.487,0	769,4
<b>Operaciones</b>										
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	90,0	421,6	88,5	120,1	213,1	80,1	10,7	52,0	17,3
2009 I	-3,9	-11,6	9,4	-44,0	13,8	39,5	-7,5	2,5	-8,8	-1,2
II <sup>(p)</sup>	2,0	57,0	-43,3	-49,4	0,5	5,5	4,8	-4,6	2,6	6,8
2009 Ene	-5,7	4,9	27,0	-0,4	8,8	18,6	-3,5	-0,1	-3,3	-0,1
Feb	-2,0	-5,7	-3,1	-19,2	2,9	13,3	1,7	1,7	2,2	-2,2
Mar	3,8	-10,7	-14,6	-24,4	2,1	7,7	-5,7	0,9	-7,7	1,1
Abr	-1,5	-9,9	-3,3	-14,4	5,8	5,3	-2,9	-5,3	1,1	1,4
May	0,1	21,2	-4,8	-5,3	-1,3	1,7	1,8	-1,3	0,1	3,0
Jun <sup>(p)</sup>	3,4	45,6	-35,2	-29,7	-4,0	-1,6	5,8	2,0	1,4	2,4
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2006 Dic	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 Sep	-8,0	18,8	12,1	9,8	17,5	11,4	3,8	4,5	4,0	2,5
Dic	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Ene	-4,7	8,3	9,0	6,1	13,0	9,1	1,2	1,5	0,9	1,9
Feb	-8,1	7,8	7,7	3,3	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
Mar	-5,5	3,5	6,2	-0,3	11,1	8,2	0,4	0,9	0,0	1,4
Abr	-2,0	0,6	5,2	-1,7	10,6	7,1	0,0	-0,4	-0,2	1,6
May	-3,0	0,0	4,4	-2,6	9,7	6,4	-0,2	-0,7	-0,5	1,9
Jun <sup>(p)</sup>	-0,5	2,0	2,8	-5,4	7,3	5,7	0,2	-0,7	0,0	1,6

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

— Otros intermediarios financieros  
 - - - - Sociedades no financieras



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.

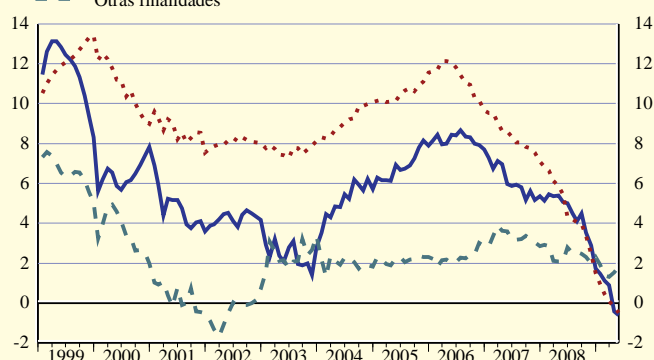
3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

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





**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
Saldos vivos												
2007	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4.386,2	1.278,0	859,2	2.249,1
2008 III	101,8	78,0	6,4	17,5	1.011,6	616,3	169,5	225,8	4.761,1	1.374,6	953,5	2.433,0
IV	92,3	68,5	5,7	18,0	960,8	553,9	168,8	238,0	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 Mar	102,1	75,7	6,2	20,2	986,5	568,6	179,9	238,0	4.843,0	1.336,2	981,2	2.525,6
Abr	103,7	77,3	5,7	20,7	984,0	562,6	180,4	241,0	4.844,0	1.328,1	985,6	2.530,3
May	105,7	78,9	5,7	21,0	993,6	575,6	179,4	238,6	4.826,5	1.312,5	982,8	2.531,2
Jun <sup>(p)</sup>	107,8	82,6	7,5	17,7	1.023,2	597,8	183,3	242,1	4.803,4	1.300,3	976,6	2.526,5
Operaciones												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,4	27,2	21,5	42,7	421,7	87,6	120,1	213,9
2009 I	6,5	5,8	0,6	0,1	18,7	10,0	11,1	-2,4	2,3	-41,1	14,6	28,9
II <sup>(p)</sup>	5,9	7,0	1,3	-2,5	40,2	31,9	3,1	5,2	-23,4	-31,6	0,2	8,0
2009 Mar	4,7	4,4	-0,3	0,5	9,1	11,7	1,1	-3,7	-7,9	-20,1	4,5	7,8
Abr	1,6	1,6	-0,5	0,5	-3,6	-6,8	0,1	3,1	3,9	-7,6	4,8	6,6
May	2,2	1,8	0,0	0,4	13,9	15,4	-0,2	-1,2	-8,0	-12,8	-0,1	4,8
Jun <sup>(p)</sup>	2,1	3,6	1,9	-3,4	29,9	23,3	3,2	3,3	-19,3	-11,2	-4,6	-3,4
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 Sep	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	18,9	15,6	24,5	24,7	12,1	9,8	17,5	11,4
Dic	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,7	5,4	14,6	22,2	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 Mar	-5,2	-7,2	-18,0	10,4	3,5	-5,3	19,6	17,5	6,3	-0,3	11,1	8,2
Abr	-2,0	-2,0	-25,1	8,3	0,7	-9,5	19,1	18,4	5,2	-1,7	10,6	7,1
May	-3,1	-4,4	-22,7	11,2	0,0	-9,2	16,7	16,0	4,4	-2,6	9,7	6,4
Jun <sup>(p)</sup>	-0,3	0,9	-1,1	-4,2	2,0	-4,6	14,2	12,2	2,8	-5,4	7,4	5,7

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

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2007	4.794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3.423,3	15,9	73,7	3.333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 III	4.925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3.519,9	16,8	71,7	3.431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
IV	4.888,2	632,8	138,8	196,1	298,0	3.484,8	17,2	67,5	3.400,2	770,5	155,0	90,5	524,9
2009 Mar	4.878,9	637,8	136,2	199,9	301,7	3.475,2	16,3	65,6	3.393,2	765,9	150,7	88,4	526,8
Abr	4.875,3	633,8	134,5	198,1	301,2	3.473,8	16,2	65,5	3.392,2	767,7	148,2	88,6	530,9
May	4.878,4	632,4	133,3	197,6	301,4	3.475,9	16,3	65,4	3.394,2	770,2	147,2	88,6	534,4
Jun <sup>(p)</sup>	4.900,1	639,2	136,0	199,1	304,1	3.486,9	16,1	65,8	3.404,9	774,1	155,2	88,5	530,4
Operaciones													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008	79,4	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,4	1,1	-3,8	54,1	17,4	2,5	-5,3	20,2
2009 I	-23,2	-2,7	-2,4	-2,1	1,8	-17,0	-0,9	-3,3	-12,7	-3,5	-4,2	-1,8	2,6
II <sup>(p)</sup>	22,4	1,8	0,1	-0,4	2,2	7,9	-0,5	0,2	8,1	12,7	4,8	0,4	7,6
2009 Mar	-3,8	3,3	0,7	0,0	2,6	-8,1	-0,8	-1,2	-6,1	1,0	0,7	-0,3	0,7
Abr	-6,1	-4,1	-1,7	-1,7	-0,7	-2,2	-0,4	-0,1	-1,6	0,1	-2,5	0,2	2,4
May	6,1	-0,9	-1,1	-0,3	0,5	3,7	0,2	-0,1	3,6	3,3	-0,7	0,1	4,0
Jun <sup>(p)</sup>	22,4	6,8	2,9	1,6	2,3	6,3	-0,2	0,4	6,1	9,3	8,1	0,1	1,1
Tasas de crecimiento													
2007 Dic	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 Sep	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
Dic	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 Mar	0,4	0,9	0,2	-4,5	5,1	0,0	1,0	-9,0	0,2	1,4	-0,2	-7,5	3,7
Abr	0,0	-0,4	-0,8	-6,1	3,8	-0,2	-1,5	-9,0	0,0	1,6	-1,0	-5,4	3,7
May	-0,2	-0,6	-1,8	-6,0	3,7	-0,5	1,1	-9,2	-0,3	1,9	-0,7	-5,1	4,0
Jun <sup>(p)</sup>	0,2	-0,7	-2,1	-5,2	3,1	0,1	-0,2	-8,8	0,2	1,6	-1,1	-5,5	3,8

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>

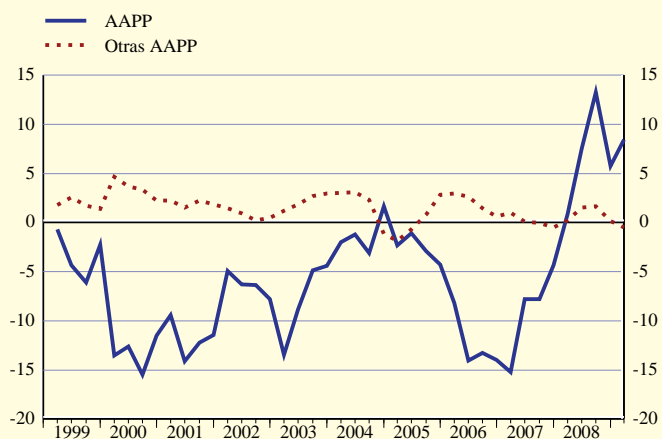
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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>										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 II	974,0	220,4	215,1	496,4	42,0	3.321,2	2.312,5	1.008,8	63,0	945,8
III	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
IV	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 I <sup>(p)</sup>	970,7	229,4	205,6	512,8	22,3	3.056,6	2.114,5	942,0	57,1	884,9
<b>Operaciones</b>										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 II	17,7	9,7	2,1	1,1	4,8	-98,9	-93,4	-5,4	1,6	-7,0
III	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
IV	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 I <sup>(p)</sup>	2,0	2,1	-4,4	3,8	0,1	-236,8	-197,7	-39,3	-1,9	-37,5
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Jun	2,4	7,5	-1,8	2,4	11,7	7,8	4,7	15,4	9,5	15,8
Sep	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 Mar <sup>(p)</sup>	1,5	8,4	-3,6	3,9	-40,0	-14,2	-16,1	-9,7	-6,8	-9,9

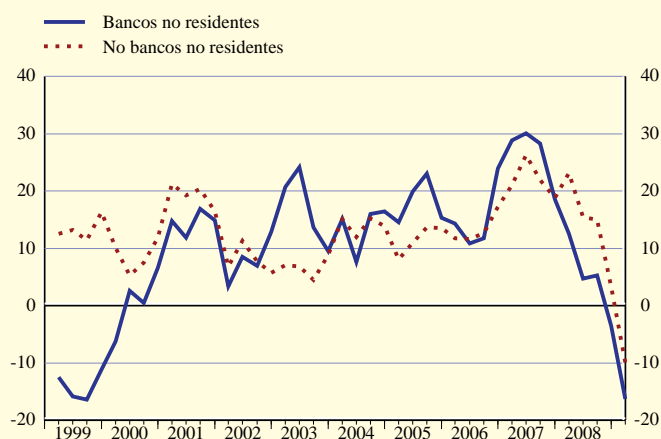
### C7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(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)

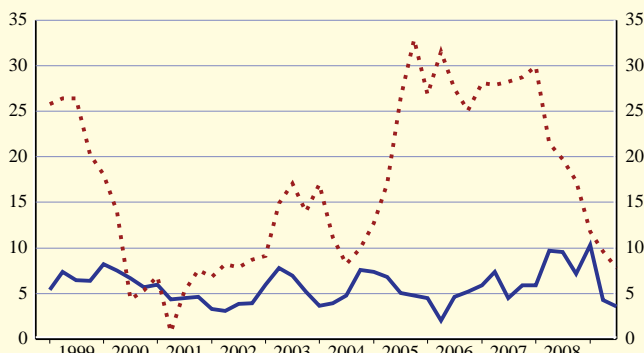
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	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	
Saldos vivos														
2006	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1.135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 III	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1.634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
2008 IV	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 Ene	766,4	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1.802,3	341,9	363,6	878,9	12,9	0,1	204,9
2009 Feb	759,8	92,3	98,7	544,5	1,4	1,5	21,3	1.819,6	342,3	360,6	890,6	14,1	0,1	212,0
2009 Mar	763,6	91,7	99,8	546,8	2,3	1,5	21,4	1.839,5	333,3	350,8	906,1	14,4	0,0	234,7
2009 Abr	765,9	90,1	101,2	550,5	1,8	1,5	20,8	1.867,8	326,2	372,7	914,6	16,1	0,0	238,1
2009 May	759,0	83,6	100,5	551,8	1,9	1,5	19,7	1.855,3	309,0	364,7	926,5	15,8	0,0	239,2
2009 Jun <sup>4)</sup>	753,3	85,3	93,7	551,9	1,7	1,5	19,0	1.894,8	335,0	343,5	946,0	15,2	0,0	255,0
Operaciones														
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2009 I	-6,7	5,5	-18,8	7,8	0,5	0,0	-1,7	31,5	8,8	-68,5	51,3	2,1	0,0	37,7
2009 II <sup>5)</sup>	-10,2	-6,3	-6,1	5,1	-0,5	0,0	-2,4	60,0	19,4	-19,1	38,5	0,9	0,0	20,3
2009 Ene	-1,0	15,4	-18,6	5,1	0,1	0,0	-2,9	-10,4	17,9	-58,7	22,0	0,5	0,0	7,8
2009 Feb	-6,6	-7,5	-1,0	0,5	0,2	0,0	1,2	16,2	-2,0	-1,4	11,3	1,2	0,0	7,1
2009 Mar	1,0	-2,4	0,9	2,2	0,2	0,0	0,1	25,7	-7,1	-8,4	17,9	0,5	0,0	22,9
2009 Abr	2,2	-1,7	1,3	3,6	-0,5	0,0	-0,6	27,0	9,3	6,6	6,1	1,7	0,0	3,4
2009 May	-6,6	-6,4	-0,6	1,4	0,1	0,0	-1,1	-6,0	-15,8	-4,6	13,4	-0,2	0,0	1,2
2009 Jun <sup>5)</sup>	-5,8	1,7	-6,8	0,1	-0,1	0,0	-0,7	39,1	26,0	-21,1	19,0	-0,6	0,0	15,8
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Sep	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
2008 Dic	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 Ene	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,6	10,0	-2,3	-	25,3
2009 Feb	6,8	26,0	24,5	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,2	-0,7	12,7	14,9	-	28,3
2009 Mar	4,3	8,9	13,9	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-2,2	-2,3	13,7	6,4	-	39,4
2009 Abr	4,7	16,6	10,4	2,8	-13,5	-	-8,1	9,0	7,5	-8,9	13,4	11,7	-	31,9
2009 May	4,1	16,6	6,7	2,7	-1,0	-	-9,5	7,5	0,1	-9,0	12,5	22,7	-	32,0
2009 Jun <sup>5)</sup>	3,6	12,7	6,1	2,4	-13,3	-	-4,1	7,8	2,9	-14,2	12,9	24,6	-	39,9

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

(tasas de crecimiento interanual)

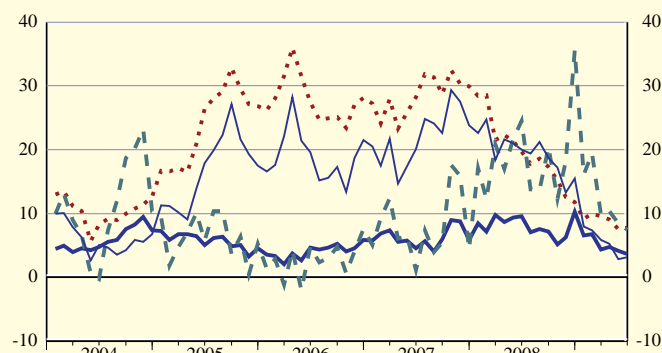
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



### C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

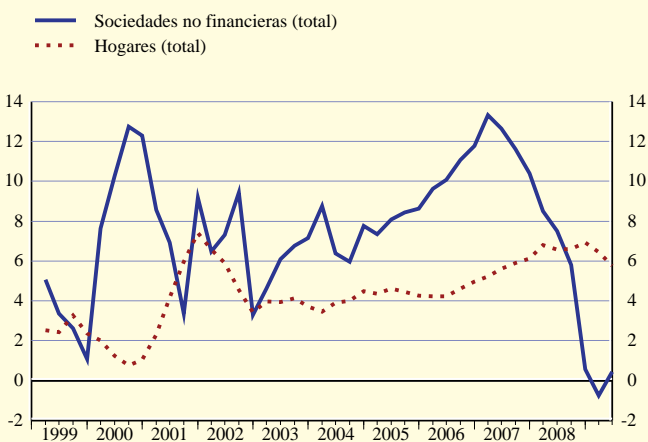
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2006	1.352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4.551,7	1.751,4	668,9	607,4	1.354,3	99,8	70,0
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008 III	1.517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5.203,5	1.751,0	1.270,4	525,1	1.446,0	103,0	108,0
2008 IV	1.516,5	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 Ene	1.492,8	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	19,8	5.439,6	1.859,0	1.335,8	522,8	1.530,9	114,4	76,6
Feb	1.477,9	867,1	483,8	68,6	35,8	1,3	21,3	5.448,9	1.883,3	1.309,4	522,7	1.549,3	114,3	69,9
Mar	1.487,2	877,8	480,5	71,0	38,7	1,3	17,9	5.447,9	1.900,3	1.281,3	524,4	1.565,5	114,9	61,4
Abr	1.503,3	881,3	485,9	72,3	42,7	1,4	19,7	5.484,0	1.958,1	1.242,2	527,9	1.583,2	115,8	56,8
May	1.513,2	897,0	475,6	72,7	46,2	1,4	20,4	5.498,6	1.986,5	1.214,9	531,6	1.594,2	117,3	54,2
Jun <sup>4)</sup>	1.529,5	923,1	464,1	72,2	48,9	1,5	19,6	5.507,1	2.011,8	1.186,9	535,4	1.603,8	118,3	50,9
Operaciones														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,5	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 I	-39,3	-17,4	-32,2	5,0	11,1	0,0	-5,8	41,2	64,3	-80,3	3,9	75,1	0,5	-22,2
II <sup>4)</sup>	46,0	47,9	-15,3	1,4	10,2	0,1	1,7	59,9	110,8	-93,1	11,0	39,0	2,7	-10,6
2009 Ene	-40,2	-15,7	-26,8	2,1	4,1	0,0	-3,9	29,0	22,3	-28,8	2,3	40,3	0,0	-7,1
Feb	-14,1	-16,4	-4,3	1,6	3,4	0,0	1,6	10,3	24,3	-25,3	-0,3	18,3	-0,1	-6,6
Mar	15,0	14,7	-1,1	1,2	3,5	0,0	-3,5	1,9	17,7	-26,2	1,9	16,4	0,6	-8,5
Abr	16,4	4,2	5,1	1,3	4,0	0,0	1,9	34,7	56,7	-39,4	3,5	18,3	0,3	-4,7
May	13,0	17,3	-8,9	0,5	3,5	0,0	0,6	16,7	28,8	-25,7	3,7	11,1	1,4	-2,6
Jun <sup>4)</sup>	16,6	26,3	-11,4	-0,4	2,8	0,1	-0,8	8,5	25,3	-28,0	3,8	9,6	1,0	-3,3
Tasas de crecimiento														
2006 Dic	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Sep	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
Dic	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Ene	1,5	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-11,2	6,9	4,1	24,7	-6,5	4,5	1,5	-16,5
Feb	-0,5	1,6	-6,3	10,9	20,7	-11,0	-8,5	6,9	6,4	19,4	-5,7	5,8	2,2	-27,1
Mar	-0,8	1,2	-6,6	13,4	31,5	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,2	-4,6	6,6	4,7	-35,8
Abr	-0,5	2,6	-9,6	14,2	50,3	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,2	7,9	6,2	-41,8
May	-0,9	2,9	-12,0	13,5	64,5	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
Jun <sup>4)</sup>	0,4	4,8	-11,7	12,4	75,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,5	-0,1	9,5	10,5	-48,4

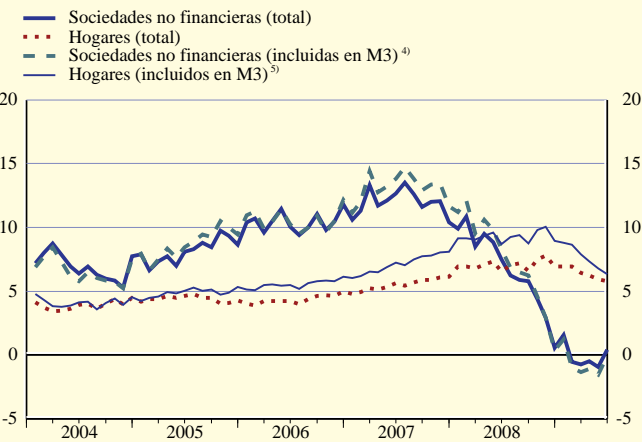
### C11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(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>

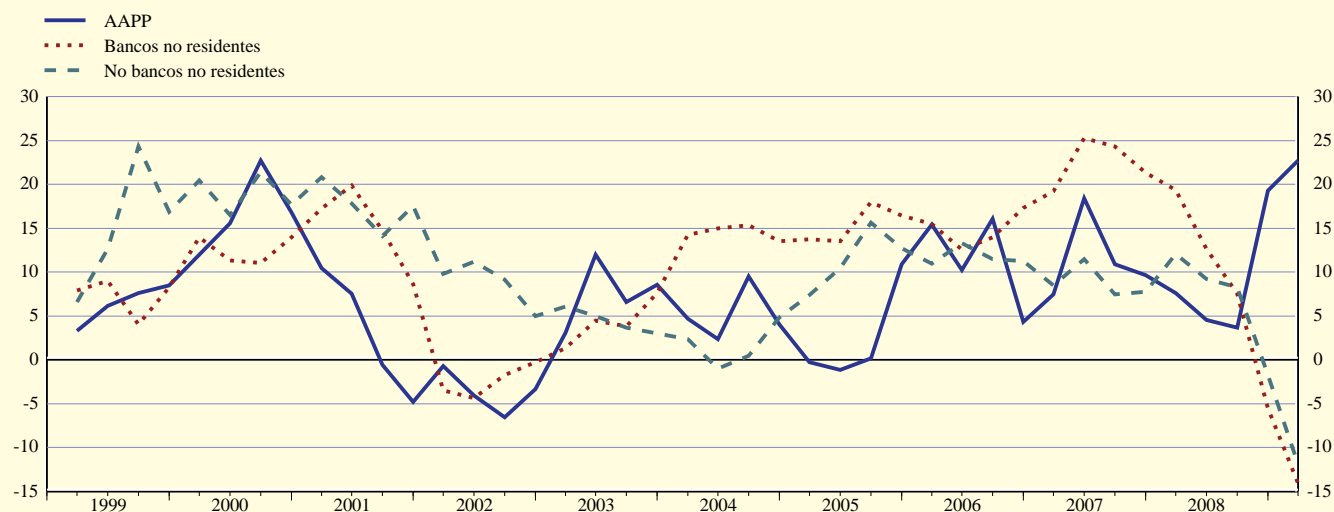
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

### 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										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 II	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4.020,6	3.041,2	979,4	129,3	850,1
III	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
IV	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 I <sup>(p)</sup>	464,2	216,2	50,6	113,5	83,8	3.659,8	2.793,6	868,8	63,1	805,7
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 II	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,7	21,2
III	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
IV	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 I <sup>(p)</sup>	15,4	22,5	-1,7	-3,4	-2,2	-107,4	-63,8	-41,7	-3,0	-38,6
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,3
2008 Jun	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,7	9,2	-0,2	10,8
Sep	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
Dic	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 Mar <sup>(p)</sup>	22,7	52,6	2,2	4,6	7,4	-13,6	-14,1	-11,9	-24,5	-9,9

### 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.

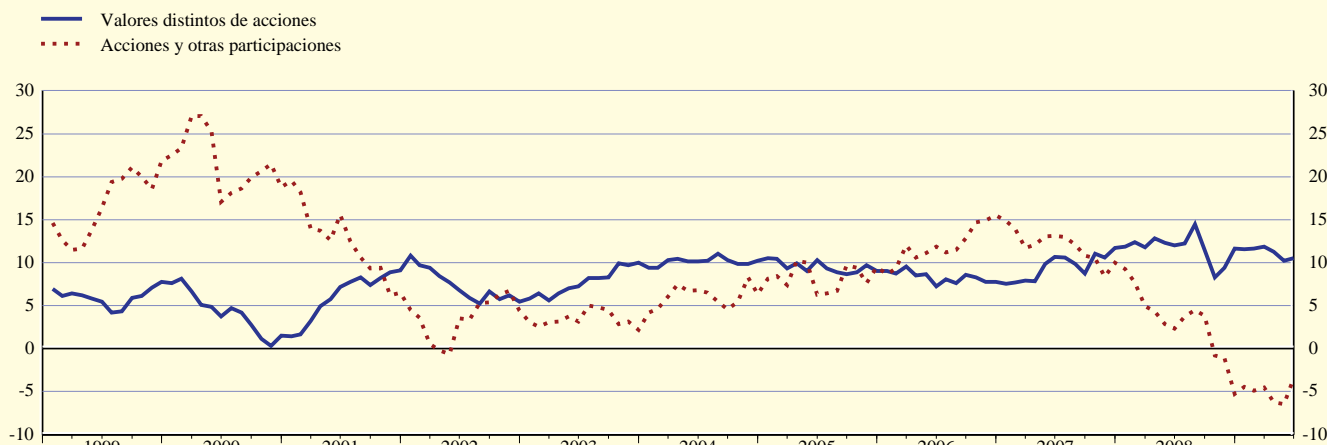
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2006	4.671,3	1.564,7	72,3	1.262,7	16,1	615,7	30,1	1.109,8	1.465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008 III	5.516,3	1.803,6	102,0	1.179,8	15,6	1.057,4	49,4	1.308,5	1.605,7	452,1	864,0	289,5
IV	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,3	776,4	277,4
2009 Ene	6.033,5	1.948,2	102,9	1.285,0	23,4	1.354,2	55,4	1.264,5	1.490,5	425,4	779,7	285,4
Feb	6.121,0	1.969,9	106,9	1.321,5	21,0	1.374,5	55,8	1.271,4	1.463,7	421,0	768,0	274,8
Mar	6.136,4	1.982,3	103,5	1.366,7	20,6	1.396,9	50,6	1.215,7	1.457,1	424,5	761,2	271,5
Abr	6.211,2	2.012,8	102,9	1.384,2	20,9	1.421,9	50,9	1.217,6	1.491,9	432,1	785,7	274,1
May	6.228,3	2.036,5	106,7	1.402,7	19,2	1.422,2	47,5	1.193,6	1.488,6	431,9	782,6	274,1
Jun <sup>(p)</sup>	6.278,7	2.017,2	106,4	1.447,9	20,3	1.440,8	47,4	1.198,9	1.473,7	429,5	768,7	275,6
<b>Operaciones</b>												
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,5	-50,5
2009 I	255,1	95,6	8,6	133,7	0,4	41,4	-2,7	-21,9	-4,4	3,0	-4,2	-3,2
II <sup>(p)</sup>	165,5	36,4	3,7	84,8	0,3	48,8	-1,9	-6,7	15,8	7,8	5,6	2,4
2009 Ene	110,4	59,1	3,7	52,4	2,1	-4,1	0,1	-2,8	24,6	4,4	11,0	9,3
Feb	89,7	24,8	3,7	36,9	-2,4	21,6	-0,1	5,1	-18,8	-2,9	-7,6	-8,3
Mar	54,9	11,7	1,3	44,5	0,6	23,8	-2,8	-24,2	-10,3	1,5	-7,6	-4,2
Abr	64,7	30,1	-2,2	17,8	0,1	26,6	-0,3	-7,5	28,3	5,1	21,7	1,6
May	53,7	24,9	6,7	22,2	-0,8	3,1	-1,4	-1,0	1,2	4,6	-3,2	-0,2
Jun <sup>(p)</sup>	47,0	-18,7	-0,8	44,8	1,0	19,1	-0,2	1,8	-13,8	-2,0	-12,9	1,1
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2006 Dic	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,1	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 Dic	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Sep	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,9	11,0	7,9	-14,6
Dic	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Ene	11,6	14,4	3,8	6,2	16,4	31,1	43,9	-1,3	-4,5	5,2	-6,5	-11,9
Feb	11,7	13,9	6,1	9,3	19,0	30,0	45,0	-2,8	-4,9	2,4	-5,4	-13,6
Mar	11,8	14,4	10,7	12,5	16,4	30,4	3,1	-5,2	-4,5	0,5	-6,5	-6,4
Abr	11,2	14,8	3,8	12,8	20,3	28,8	-3,7	-7,0	-6,3	0,4	-9,5	-6,6
May	10,2	13,5	2,8	14,0	18,4	26,0	-6,5	-8,3	-6,5	-1,1	-9,2	-6,6
Jun <sup>(p)</sup>	10,5	12,0	1,4	18,1	19,3	24,5	-6,0	-8,0	-3,5	0,8	-5,5	-4,3

## 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	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 IV	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2009 I	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2009 Ene	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
Feb	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
Mar	-0,7	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	-0,1	-0,5
Abr	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
May	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	0,0	-0,3
Jun <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-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	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 IV	-5,5	-1,2	-2,7	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2009 I	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3
2009 Ene	-1,8	-0,8	-0,4	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
Feb	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
Mar	-3,9	-2,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,3	-0,6
Abr	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2
May	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1
Jun <sup>(p)</sup>	-2,7	-0,7	-1,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2008 IV	-12,9	-0,8	0,1	7,6	0,1	-10,1	-1,2	-8,6	-28,2	-7,2	-14,8	-6,1
2009 I	-15,8	-0,8	-0,1	-3,2	0,0	-3,9	0,4	-8,3	-16,0	-3,5	-11,4	-1,1
2009 Ene	-9,1	1,1	0,0	-3,6	0,0	-0,9	0,2	-5,9	-11,7	-3,9	-8,2	0,4
Feb	-5,4	-2,6	0,0	-0,3	0,0	-1,7	0,2	-1,1	-8,0	-1,6	-4,1	-2,3
Mar	-1,3	0,7	0,0	0,8	0,0	-1,4	0,0	-1,3	3,7	2,0	0,8	0,9
Abr	-0,1	1,1	0,2	-0,4	0,0	-1,7	0,2	0,6	6,5	2,5	2,9	1,1
May	-2,8	0,5	-0,1	-1,1	-0,2	-0,8	0,0	-1,2	2,0	1,1	0,7	0,2
Jun <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,7	0,0	0,4	0,0	-0,6	0,0	0,5	-1,1	-0,4	-1,0	0,4

Fuente: BCE.

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

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

3) 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	
															3
1	2														
De residentes en la zona del euro															
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6	
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5	
2008 II	6.284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9.399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5	
III	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6	
IV	6.858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4	
2009 I <sup>(p)</sup>	6.607,0	90,9	9,1	6,4	0,3	1,1	0,7	10.002,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5	
De no residentes en la zona del euro															
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4	
2007	2.948,5	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9	
2008 II	3.041,2	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,4	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3	
III	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3	
IV	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4	
2009 I <sup>(p)</sup>	2.793,6	47,1	52,9	34,1	2,6	2,5	10,8	868,8	53,2	46,8	30,8	1,3	1,9	8,6	

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2					
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 II	5.133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
III	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
IV	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 I <sup>(p)</sup>	5.197,8	83,3	16,7	8,7	1,9	1,8	2,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			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>														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 II	6.012,5	-	-	-	-	-	11.613,6	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
III	6.355,5	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
IV	6.317,6	-	-	-	-	-	11.735,8	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 I <sup>(p)</sup>	6.126,6	-	-	-	-	-	11.781,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 II	2.312,5	46,6	53,4	29,2	2,3	2,9	12,7	1.008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7
III	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
IV	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 I <sup>(p)</sup>	2.114,5	44,7	55,3	31,0	2,9	2,9	13,0	942,0	38,1	61,9	44,4	1,1	4,3	7,7

**4. Valores distintos de acciones**

	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						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			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>														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 II	1.897,9	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2.310,8	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
III	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
IV	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 I <sup>(p)</sup>	2.085,9	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,9	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,3	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 II	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4
III	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
IV	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 I <sup>(p)</sup>	593,6	51,9	48,1	27,6	0,3	1,6	14,0	622,7	34,4	65,6	38,6	5,9	0,8	15,1

Fuente: BCE.

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

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

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

### 2. Pasivo

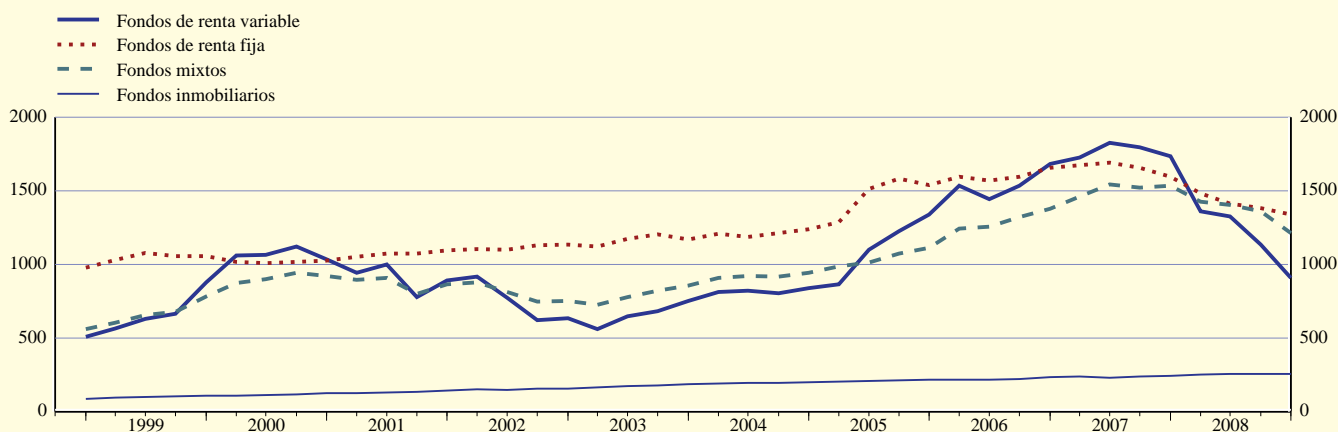
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
2007 IV	5.783,4	76,8	5.413,5	293,1
2008 I	5.162,7	76,4	4.848,6	237,7
II	5.017,4	74,8	4.723,1	219,5
III	4.715,2	71,0	4.415,4	228,8
IV	4.232,3	64,7	3.983,1	184,5
2009 I <sup>(p)</sup>	4.095,6	74,6	3.836,6	184,4

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

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

## C15 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

## 2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor

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

### 1. Fondos según su política de inversión

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

### 2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
2007 IV	4.346,8	280,2	1.337,7	1.717,7	570,2	149,1	291,8
2008 I	3.780,2	278,0	1.219,2	1.362,3	514,7	154,1	252,0
II	3.649,3	264,9	1.178,3	1.327,0	486,0	155,0	238,1
III	3.343,0	265,4	1.105,7	1.140,8	441,4	152,4	237,3
IV	2.950,7	244,6	1.037,6	933,0	382,6	146,7	206,2
2009 I <sup>(p)</sup>	2.825,4	243,5	1.029,9	864,7	342,8	144,5	199,9
Fondos de inversores especiales							
2007 IV	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 I	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
II	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
III	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
IV	1.281,6	107,5	650,2	199,7	184,1	53,5	86,5
2009 I <sup>(p)</sup>	1.270,2	101,1	669,4	179,7	186,9	57,8	75,3

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2009 I</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						421,2
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						11,0
<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	1.047,9	102,7	663,6	52,0	229,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	24,2	2,7	14,2	3,6	3,8	
Consumo de capital fijo	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	777,7	42,7	288,7	380,7	65,6	109,5
Intereses	481,8	40,4	83,1	292,7	65,6	66,7
Otra renta de la propiedad	295,8	2,3	205,6	87,9	0,0	42,8
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	231,0	201,3	23,9	5,6	0,2	1,3
Cotizaciones sociales	403,2	403,2				0,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	422,2	1,4	15,6	31,7	373,6	0,7
Otras transferencias corrientes	192,5	71,3	25,2	45,9	50,1	8,1
Primas netas de seguros no vida	43,7	31,8	10,3	0,9	0,7	1,4
Indemnizaciones de seguros no vida	43,8			43,8		0,6
Otras	105,0	39,5	14,9	1,2	49,4	6,1
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.743,6	1.279,3			464,2	
Gasto en consumo individual	1.562,6	1.279,3			283,3	
Gasto en consumo colectivo	181,0				181,0	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones						
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	456,1	140,8	256,2	12,9	46,3	
Formación bruta de capital fijo	438,3	138,2	241,3	12,7	46,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	17,9	2,6	14,9	0,2	0,2	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,4	1,3	0,1	0,6	-0,6
Transferencias de capital	34,4	6,1	-0,2	1,2	27,3	3,7
Impuestos sobre el capital	5,0	4,8	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,4	1,3	-0,3	1,2	27,3	3,7
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-54,3	83,8	-47,0	31,4	-122,5	54,3
Discrepancia estadística	0,0	13,1	-13,1	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.



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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2009 I</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						432,1
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.963,9	479,2	1.103,4	103,0	278,3	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	224,8					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.188,7					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Remuneración de los asalariados	1.050,4	1.050,4				2,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	247,2				247,2	1,9
Renta de la propiedad	763,5	262,2	96,0	383,9	21,3	123,6
Intereses	463,4	72,4	48,3	334,9	7,9	85,1
Otra renta de la propiedad	300,1	189,9	47,8	49,1	13,4	38,5
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	231,9				231,9	0,4
Cotizaciones sociales	402,7	1,1	15,6	47,4	338,6	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	419,6	419,6				3,4
Otras transferencias corrientes	163,9	91,4	10,4	45,0	17,2	36,7
Primas netas de seguros no vida	43,8			43,8		1,3
Indemnizaciones de seguros no vida	42,8	34,2	7,7	0,7	0,3	1,6
Otras	77,3	57,2	2,8	0,5	16,9	33,8
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,3	15,3				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,9	14,8	16,0	0,7	4,4	2,2
Impuestos sobre el capital	5,0				5,0	0,0
Otras transferencias de capital	30,9	14,8	16,0	0,7	-0,6	2,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Discrepancia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2009 I</b>								
<b>Balance inicial, activos financieros</b>								
Total activos financieros		16.629,4	14.160,4	23.728,5	9.484,6	5.963,5	3.159,6	14.898,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,8				
Efectivo y depósitos		6.120,0	1.835,6	2.393,9	1.800,1	874,8	641,5	4.206,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		60,3	94,3	154,5	327,8	331,2	37,6	855,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.256,5	213,8	4.253,6	1.631,7	2.017,2	322,8	2.942,3
Préstamos		65,7	2.531,9	12.755,1	2.112,2	364,8	442,6	1.775,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		47,7	1.404,8	9.679,5	1.684,7	287,6	354,5	.
Acciones y otras participaciones		3.750,4	6.067,4	1.599,1	3.413,1	1.919,6	1.136,0	4.434,8
Acciones cotizadas		611,6	1.106,3	470,7	1.505,7	426,0	263,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.820,0	4.652,7	915,5	1.374,8	433,0	751,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.318,9	308,5	212,9	532,6	1.060,6	120,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.148,6	136,9	1,8	0,0	142,3	3,1	149,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		227,9	3.280,4	2.348,6	199,6	313,5	575,9	533,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones con activos financieros		101,5	-5,9	-116,1	118,4	54,8	94,6	-131,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,9				0,9
Efectivo y depósitos		27,3	-41,6	-223,9	59,4	-1,4	92,8	-188,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-14,8	-7,9	-9,1	3,2	7,4	-11,6	45,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		37,3	-18,0	161,2	9,7	32,3	-4,6	67,3
Préstamos		-1,1	80,9	-31,1	75,0	2,8	4,3	-31,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,1	62,4	19,9	76,9	10,6	4,4	.
Acciones y otras participaciones		12,4	77,2	-5,5	-35,3	2,8	10,5	21,6
Acciones cotizadas		3,0	26,7	-3,1	-30,7	-0,2	2,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,4	38,2	16,1	27,3	4,4	7,9	.
Participaciones en fondos de inversión		3,0	12,3	-18,4	-31,8	-1,3	0,2	.
Reservas técnicas de seguro		42,6	1,2	0,0	0,0	3,7	0,0	-10,5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,3	-97,8	-6,9	6,4	7,2	3,3	-36,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		-264,6	-348,9	58,5	-91,9	-71,2	-44,1	-41,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				24,4				
Efectivo y depósitos		14,4	-3,4	25,4	5,8	4,2	0,0	47,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,5	-0,2	-1,3	7,7	0,3	-0,5	0,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		-2,0	-8,7	13,6	-5,2	1,8	-1,1	0,0
Préstamos		0,0	8,3	23,1	6,1	-4,3	0,0	-1,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	5,6	15,6	4,1	-2,5	-0,1	.
Acciones y otras participaciones		-247,1	-389,9	-61,6	-107,5	-75,8	-40,1	-98,6
Acciones cotizadas		-89,5	-151,6	-50,4	-75,9	-33,1	-42,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-120,8	-225,0	-33,3	-54,5	-23,2	5,3	.
Participaciones en fondos de inversión		-36,8	-13,3	22,1	22,9	-19,5	-3,4	.
Reservas técnicas de seguro		-36,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		7,2	45,1	34,8	1,2	2,6	-2,5	7,8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		16.466,3	13.805,6	23.670,9	9.511,0	5.947,1	3.210,0	14.724,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				245,2				
Efectivo y depósitos		6.161,7	1.790,6	2.195,4	1.865,3	877,7	734,4	4.065,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,0	86,2	144,2	338,6	338,9	25,6	902,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.291,9	187,1	4.428,4	1.636,2	2.051,2	317,1	3.009,5
Préstamos		64,6	2.621,1	12.747,2	2.193,4	363,3	446,8	1.742,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		46,7	1.472,8	9.715,0	1.765,7	295,8	358,8	.
Acciones y otras participaciones		3.515,8	5.754,8	1.532,0	3.270,3	1.846,6	1.106,4	4.357,8
Acciones cotizadas		525,1	981,4	417,1	1.399,1	392,7	223,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.705,5	4.465,9	898,3	1.347,6	414,2	765,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.285,1	307,5	216,6	523,6	1.039,7	117,8	.
Reservas técnicas de seguro		5.154,6	138,1	1,9	0,0	146,1	3,1	141,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		232,8	3.227,6	2.376,6	207,2	323,2	576,6	505,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2009 I</b>								
<b>Balance inicial, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.357,4	22.408,4	23.111,9	9.233,0	6.114,7	7.468,4	13.108,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,0	14.889,7	23,5	1,9	254,6	2.676,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,6	327,3	125,8	10,9	847,7	268,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			453,9	2.767,8	2.084,2	32,3	4.704,3	2.595,5
Préstamos		5.688,0	8.207,0		1.735,4	212,8	1.257,4	2.947,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.354,4	5.600,8		805,1	72,1	1.071,6	.
Acciones y otras participaciones			10.273,1	2.445,9	5.057,2	459,6	4,3	4.080,3
Acciones cotizadas			2.866,1	375,2	111,7	165,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.407,0	917,7	1.015,7	293,6	4,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.153,0	3.929,8			.
Reservas técnicas de seguro		33,6	328,7	61,9	0,6	5.156,8	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		635,7	2.838,0	2.619,3	206,2	240,4	399,6	540,3
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.568,0	10.272,0	-8.248,0	616,6	251,5	-151,2	-4.308,9	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones con pasivos		4,6	54,2	-163,1	114,5	74,3	217,1	-185,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,3	-92,4	-2,0	0,2	-8,9	-172,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,7	-74,7	-20,9	-0,2	95,4	12,7
Valores distintos de acciones, largo plazo			17,6	31,7	130,4	2,1	154,2	-50,9
Préstamos		-10,2	30,4		55,3	2,9	-1,8	22,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-2,6	79,1		18,6	0,6	-7,3	.
Acciones y otras participaciones			58,9	68,3	-49,3	1,3	0,0	4,5
Acciones cotizadas			9,6	9,6	0,1	0,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			49,2	6,0	20,0	1,3	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				52,7	-69,4			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,2	1,7	0,2	34,8	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		14,7	-53,9	-97,8	0,8	33,1	-21,8	-1,6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-54,3	96,9	-60,1	47,0	3,8	-19,4	-122,5	54,3
<b>Cuenta de otras variaciones de los pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		1,6	-636,1	87,1	-100,5	-115,5	8,5	-73,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	67,4	0,0	0,0	-0,1	26,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			2,1	5,1	0,4	0,0	-0,7	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			1,0	5,9	-12,1	-3,7	6,9	0,3
Préstamos		0,6	12,5		17,3	3,4	0,3	-2,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		1,8	12,3		12,7	2,8	0,3	.
Acciones y otras participaciones			-695,0	-69,1	-114,0	-58,2	-0,1	-84,1
Acciones cotizadas			-358,6	-66,9	-21,6	-42,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-336,4	0,4	-25,0	-15,3	-0,1	.
Participaciones en fondos de inversión				-2,6	-67,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-33,9	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		1,0	43,3	77,7	7,9	-23,1	2,3	-12,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-7,3	-266,2	287,3	-28,6	8,6	44,3	-52,7	31,7
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
Total activos financieros		6.363,6	21.826,5	23.035,8	9.247,1	6.073,5	7.694,1	12.849,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,3	14.864,8	21,5	2,1	245,6	2.530,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			284,4	257,7	105,3	10,7	942,4	280,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			472,5	2.805,4	2.202,5	30,7	4.865,5	2.544,9
Préstamos		5.678,5	8.249,9		1.808,1	219,1	1.256,0	2.967,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.353,6	5.692,2		836,5	75,5	1.064,7	.
Acciones y otras participaciones			9.637,0	2.445,1	4.894,0	402,8	4,2	4.000,7
Acciones cotizadas			2.517,1	318,0	90,1	122,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.119,9	924,0	1.010,7	279,6	4,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.203,1	3.793,2			.
Reservas técnicas de seguro		33,7	328,9	63,6	0,8	5.157,7	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		651,4	2.827,4	2.599,2	215,0	250,4	380,0	525,8
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.629,6	10.102,7	-8.020,9	635,1	263,9	-126,4	-4.484,0	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.3 Hogares

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

	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.331,0	1.407,3	1.486,6	1.506,2	1.525,8	1.541,9	1.550,8	1.540,2
Intereses, recursos (+)	230,6	269,1	306,1	316,9	328,9	339,5	342,1	332,2
Intereses, empleos (-)	130,8	165,5	209,4	217,6	226,0	233,1	231,9	216,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	717,8	761,2	802,5	806,5	813,7	819,6	812,8	811,1
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7	9,7	9,8
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,0	793,4	851,9	866,7	882,4	889,7	892,3	889,8
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,9	1.535,6	1.594,0	1.609,6	1.625,9	1.643,6	1.658,4	1.667,3
Prestaciones sociales netas (+)	1.491,8	1.540,9	1.583,3	1.596,2	1.611,1	1.630,3	1.647,2	1.670,3
Transferencias corrientes netas (+)	66,8	67,4	70,7	71,2	74,2	75,6	77,3	77,9
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.395,6</b>	<b>5.616,9</b>	<b>5.844,1</b>	<b>5.902,0</b>	<b>5.968,2</b>	<b>6.034,4</b>	<b>6.075,5</b>	<b>6.091,7</b>
Gasto en consumo final (-)	4.693,4	4.899,7	5.088,5	5.141,3	5.193,7	5.246,2	5.262,1	5.249,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	59,2	59,8	61,1	63,8	65,8	66,5	67,5
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>762,8</b>	<b>776,4</b>	<b>815,4</b>	<b>821,8</b>	<b>838,3</b>	<b>854,0</b>	<b>880,0</b>	<b>910,0</b>
Consumo de capital fijo (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Transferencias de capital netas (+)	24,1	22,3	15,0	15,9	16,4	16,6	16,4	16,0
Otras variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup> (+)	510,6	563,9	37,3	-760,9	-1.167,5	-1.346,4	-1.785,1	-1.417,9
<b>= Variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup></b>	<b>978,9</b>	<b>1.026,3</b>	<b>513,1</b>	<b>-281,5</b>	<b>-675,5</b>	<b>-842,1</b>	<b>-1.257,6</b>	<b>-864,2</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	546,6	600,4	639,4	643,8	645,3	644,3	635,1	617,2
Consumo de capital fijo (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,4	305,7	421,0	443,8	421,5	427,5	438,0	386,0
Efectivo y depósitos	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8	400,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6	2,1
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	-20,3	20,8	31,6	24,8	24,6	22,5	10,8	-16,5
Activos a largo plazo	426,0	350,1	186,9	122,4	123,6	71,4	33,1	78,7
Depósitos	-4,7	0,8	-29,5	-34,8	-35,9	-39,7	-32,4	-18,3
Valores distintos de acciones	0,5	69,9	9,7	29,6	60,5	69,1	49,0	59,6
Acciones y otras participaciones	136,6	-33,7	-61,8	-119,2	-127,5	-169,2	-158,2	-122,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	70,3	-11,1	8,8	-20,2	-13,6	-31,6	-17,0	0,1
Participaciones en fondos de inversión	66,2	-22,5	-70,5	-99,0	-113,9	-137,6	-141,2	-122,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	293,7	313,1	268,5	246,7	226,5	211,1	174,6	159,6
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	397,7	396,8	351,1	318,1	288,1	251,2	200,6	141,7
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9	17,2
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	446,5	509,9	10,9	-681,4	-1.024,3	-1.065,1	-1.394,2	-1.111,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	105,5	54,7	-2,0	-80,2	-129,9	-182,7	-250,7	-210,6
Otros flujos netos (+)	-35,7	-61,3	-37,4	-53,3	-60,9	-120,0	-149,5	-109,9
<b>= Variaciones del patrimonio neto <sup>1)</sup></b>	<b>978,9</b>	<b>1.026,3</b>	<b>513,1</b>	<b>-281,5</b>	<b>-675,5</b>	<b>-842,1</b>	<b>-1.257,6</b>	<b>-864,2</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)	4.486,5	4.747,9	5.209,4	5.362,3	5.482,8	5.540,0	5.714,6	5.787,8
Activos a corto plazo	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,1	5.055,3	5.104,9	5.313,7	5.377,7
Efectivo y depósitos	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4	352,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	16,1	36,1	69,2	78,1	81,1	86,4	73,5	58,1
Valores distintos de acciones <sup>2)</sup>	10.933,2	11.902,7	12.066,4	11.401,5	11.125,1	10.760,6	10.278,0	10.034,6
Activos a largo plazo	936,9	942,2	875,6	832,3	821,9	803,5	806,3	784,1
Depósitos	1.199,5	1.280,0	1.293,0	1.309,9	1.294,8	1.258,7	1.243,3	1.278,8
Valores distintos de acciones	4.549,8	5.065,7	5.016,4	4.400,4	4.130,1	3.839,6	3.423,0	3.163,8
Acciones y otras participaciones	3.203,3	3.643,8	3.637,8	3.189,2	2.970,6	2.756,7	2.431,6	2.230,7
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	1.346,5	1.421,8	1.378,7	1.211,1	1.159,5	1.083,0	991,4	933,1
Participaciones en fondos de inversión	4.247,1	4.614,8	4.881,3	4.859,0	4.878,3	4.858,7	4.805,3	4.808,0
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	77,7	60,8	16,6	-3,5	-4,4	5,6	-32,5	-41,2
Otros activos netos (+)								
Pasivos (-)	4.763,2	5.159,6	5.494,9	5.542,0	5.607,0	5.655,1	5.688,0	5.678,5
Préstamos	4.201,0	4.553,0	4.824,7	4.860,8	4.887,0	4.938,3	4.901,4	4.879,6
<i>de los cuales, de IFM de la zona del euro</i>	10.734,3	11.551,8	11.797,4	11.218,3	10.996,5	10.651,1	10.272,0	10.102,7
<b>= Riqueza financiera neta</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 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.175,6	4.380,6	4.631,9	4.683,7	4.740,1	4.777,8	4.780,5	4.722,8
Remuneración de los asalariados (-)	2.478,4	2.591,8	2.719,7	2.754,1	2.784,9	2.814,5	2.835,3	2.831,5
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	73,0	75,9	81,3	81,7	82,4	83,5	80,4	79,0
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.624,1	1.712,9	1.830,8	1.848,0	1.872,8	1.879,8	1.864,8	1.812,2
Consumo de capital fijo (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	952,0	1.009,7	1.089,5	1.098,2	1.113,9	1.111,5	1.087,2	1.026,2
Renta de la propiedad, recursos (+)	437,3	496,1	574,4	587,1	602,3	610,7	614,1	593,8
Intereses, recursos	136,7	162,5	197,6	207,3	215,9	221,2	223,7	217,0
Otra renta de la propiedad, recursos	300,6	333,6	376,8	379,8	386,4	389,5	390,4	376,8
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,3	282,1	339,0	357,7	375,7	392,2	403,0	392,9
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.153,1	1.223,7	1.324,9	1.327,5	1.340,5	1.329,9	1.298,2	1.227,0
Renta distribuida (-)	882,6	953,2	1.021,3	1.025,1	1.048,7	1.057,9	1.058,5	1.059,0
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,6	189,2	211,8	213,8	213,9	210,0	192,4	187,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,7	64,9	63,8	63,3	63,2	62,9	63,0
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,5	62,4	62,7	62,5	62,4	62,3	62,2
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,9	65,9	57,3	57,2	58,2	57,9	57,1	56,8
= <b>Ahorro neto</b>	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	255,6	311,1	366,6	372,5	380,5	388,5	376,0	320,0
Formación bruta de capital fijo (+)	920,5	994,0	1.084,1	1.098,6	1.118,5	1.133,6	1.119,9	1.084,5
Consumo de capital fijo (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,2	20,2	23,9	23,8	21,0	23,2	33,6	21,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,3	164,1	161,9	164,2	121,4	94,3	47,8	-26,8
Efectivo y depósitos	113,6	146,1	154,9	127,7	115,9	90,2	16,5	-11,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5	19,4
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	6,3	15,4	25,2	46,5	14,8	-3,8	-0,2	-35,1
Activos a largo plazo	370,2	475,2	474,1	497,9	500,7	538,1	641,2	640,0
Depósitos	28,0	28,5	24,3	5,3	-25,6	2,8	10,7	17,1
Valores distintos de acciones	-34,9	1,2	-48,2	-88,2	-105,7	-60,2	-36,6	3,5
Acciones y otras participaciones	242,8	261,8	328,0	367,5	389,0	353,7	354,1	325,5
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	134,4	183,7	169,9	213,3	242,9	241,8	313,0	293,9
Otros activos netos (+)	105,6	165,2	208,9	137,5	62,9	-9,1	-78,2	-149,2
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	447,0	757,4	802,5	778,6	733,6	734,4	668,8	553,3
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0	284,9
de la cual, valores distintos de acciones	13,6	40,1	40,2	37,4	15,9	38,2	42,6	52,4
Acciones y otras participaciones	279,7	256,1	304,3	292,4	241,5	199,4	249,7	225,7
Acciones cotizadas	104,1	42,0	42,2	23,5	-12,6	-29,2	1,8	9,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	175,6	214,1	262,1	269,0	254,1	228,6	247,9	215,7
Transferencias netas de capital, recursos (-)	62,0	72,5	68,4	69,6	73,6	75,7	75,5	77,9
= <b>Ahorro neto</b>	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.517,5	1.675,2	1.820,4	1.842,2	1.845,0	1.855,2	1.871,4	1.841,0
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.534,6	1.548,7	1.553,5	1.517,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8	204,1
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	111,8	123,3	139,1	152,6	127,2	122,1	128,1	119,9
Activos a largo plazo	8.667,0	10.024,9	10.750,3	10.098,1	9.897,4	9.630,1	8.871,7	8.598,8
Depósitos	191,2	223,6	266,8	256,8	243,3	268,7	282,1	273,6
Valores distintos de acciones	281,5	282,9	236,3	170,6	160,9	167,8	180,1	153,5
Acciones y otras participaciones	6.328,5	7.486,0	8.025,8	7.355,1	7.112,3	6.755,7	5.877,6	5.550,7
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.865,9	2.032,4	2.221,5	2.315,7	2.380,9	2.437,9	2.531,9	2.621,1
Otros activos netos (+)	386,5	457,0	638,9	642,0	599,6	608,6	605,3	564,6
Pasivos								
Deuda	7.097,8	7.834,6	8.593,8	8.749,4	8.957,7	9.117,0	9.271,2	9.335,8
de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro	3.429,3	3.878,8	4.418,2	4.559,5	4.683,3	4.775,9	4.841,9	4.843,0
de la cual, valores distintos de acciones	675,7	694,5	695,1	696,0	701,3	716,1	735,5	757,0
Acciones y otras participaciones	10.974,7	12.938,0	13.932,0	12.581,4	12.141,1	11.377,0	10.273,1	9.637,0
Acciones cotizadas	3.712,2	4.491,5	5.008,5	4.229,2	3.999,5	3.459,8	2.866,1	2.517,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.262,5	8.446,5	8.923,5	8.352,2	8.141,7	7.917,2	7.407,0	7.119,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

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



### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.

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

## MERCADOS FINANCIEROS

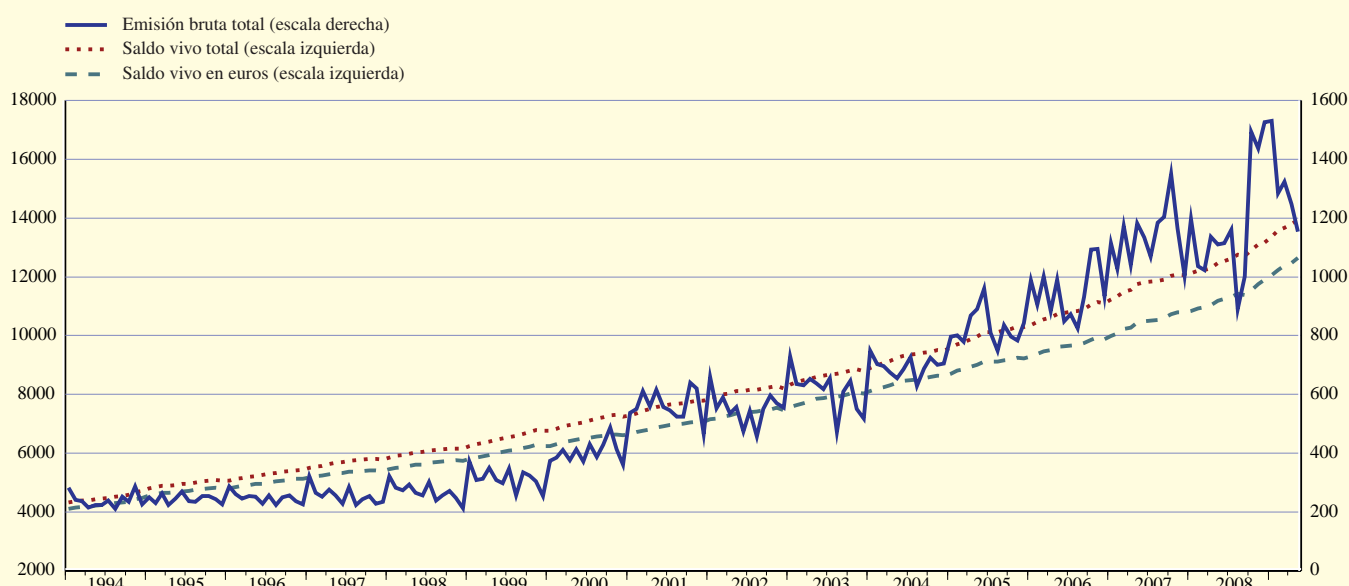
### 4.1 Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

(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>												
2008 May	13.359,1	1.126,3	177,9	11.177,2	1.036,5	138,4	12.467,5	1.110,2	153,2	6,7	98,0	5,7
Jun	13.494,6	1.155,6	135,8	11.251,6	1.040,3	74,8	12.539,1	1.113,5	82,1	6,8	88,9	5,6
Jul	13.506,9	1.139,5	11,1	11.309,0	1.073,9	55,6	12.614,4	1.160,6	74,9	7,1	97,2	6,8
Ago	13.632,7	880,7	123,0	11.416,8	816,0	105,2	12.744,1	889,5	110,5	7,8	161,5	8,8
Sep	13.635,6	1.022,0	1,4	11.384,4	930,3	-33,9	12.704,1	1.001,2	-43,3	7,0	-14,7	8,2
Oct	13.733,7	1.454,3	97,4	11.535,3	1.417,3	150,3	12.903,1	1.494,5	145,4	6,9	103,7	8,9
Nov	13.951,8	1.422,3	218,5	11.762,5	1.369,7	228,0	13.096,1	1.436,9	213,7	8,1	199,6	10,5
Dic	14.137,3	1.537,4	189,1	11.914,6	1.448,7	155,9	13.168,5	1.526,0	142,4	9,5	274,7	13,6
2009 Ene	14.240,2	1.503,8	98,7	12.055,1	1.451,4	137,2	13.370,4	1.530,0	146,5	10,1	103,9	13,6
Feb	14.434,6	1.261,0	191,8	12.241,4	1.199,7	183,8	13.574,1	1.285,2	203,4	11,1	165,9	13,5
Mar	14.609,7	1.317,5	173,5	12.380,5	1.229,3	137,6	13.678,8	1.322,6	148,6	11,9	117,4	15,7
Abr	.	.	.	12.478,5	1.163,8	100,8	13.790,1	1.246,9	108,9	12,1	90,7	15,4
May	.	.	.	12.650,0	1.067,2	171,5	13.926,7	1.153,6	166,7	12,0	100,9	13,5
<b>A largo plazo</b>												
2008 May	11.974,0	290,8	153,2	9.937,1	235,0	113,4	11.028,0	257,5	122,5	5,1	68,7	4,9
Jun	12.087,6	283,9	113,8	10.024,0	230,3	87,2	11.115,1	254,5	95,5	5,2	68,4	4,8
Jul	12.114,2	208,7	25,1	10.055,9	178,5	30,1	11.154,1	196,7	35,6	5,3	60,7	5,7
Ago	12.203,4	160,0	87,2	10.133,9	133,8	76,1	11.252,7	149,2	76,8	6,1	132,6	7,7
Sep	12.192,3	183,4	-10,4	10.111,7	145,4	-21,3	11.236,1	158,4	-31,8	5,7	-17,9	7,1
Oct	12.216,8	199,0	24,8	10.147,7	182,7	36,4	11.329,2	195,4	30,9	5,3	23,2	6,2
Nov	12.392,1	275,5	174,4	10.323,4	253,9	175,0	11.484,9	262,5	165,9	6,2	145,9	7,6
Dic	12.570,8	362,8	179,9	10.494,7	328,3	172,7	11.579,3	340,0	153,3	7,3	182,4	9,7
2009 Ene	12.650,8	294,8	78,3	10.584,9	276,9	89,3	11.714,2	300,3	90,1	8,2	111,9	10,6
Feb	12.822,7	302,4	170,4	10.746,7	269,4	160,6	11.887,1	296,5	172,8	9,2	148,7	10,8
Mar	13.006,1	319,3	153,7	10.920,0	279,7	143,6	12.024,9	301,4	144,7	10,4	138,8	13,7
Abr	.	.	.	10.986,4	254,0	69,7	12.101,3	272,9	73,3	10,3	68,7	14,6
May	.	.	.	11.153,7	277,9	168,5	12.249,2	298,2	172,6	10,6	110,5	13,7

### C16 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)



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

- 1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.
- 2) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas <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												
2007	12.066	5.046	1.506	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.169	5.266	1.916	696	4.950	340	1.177	817	73	100	163	24
2008 II	12.539	5.231	1.622	670	4.696	320	1.120	786	69	102	142	20
III	12.704	5.267	1.686	680	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
IV	13.169	5.266	1.916	696	4.950	340	1.486	1.006	132	107	214	28
2009 I	13.679	5.392	1.997	718	5.228	343	1.379	922	68	92	261	35
2009 Feb	13.574	5.407	1.979	718	5.133	338	1.285	873	72	82	236	23
Mar	13.679	5.392	1.997	718	5.228	343	1.323	878	58	90	269	27
Abr	13.790	5.419	2.024	730	5.268	350	1.247	806	58	90	266	26
May	13.927	5.455	2.043	741	5.338	349	1.154	744	56	88	249	17
A corto plazo												
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 II	1.424	835	51	111	415	11	873	666	21	92	77	17
III	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
IV	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 I	1.654	838	41	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
2009 Feb	1.687	884	38	103	643	19	989	748	16	67	140	18
Mar	1.654	838	41	98	659	18	1.021	764	17	74	149	17
Abr	1.689	829	42	95	705	17	974	694	16	74	173	16
May	1.678	832	40	89	701	15	855	626	13	64	142	10
A largo plazo <sup>2)</sup>												
2007	10.779	4.259	1.470	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.579	4.445	1.855	581	4.384	315	215	95	47	8	62	4
2008 II	11.115	4.397	1.571	559	4.280	309	247	121	48	10	65	3
III	11.236	4.441	1.625	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
IV	11.579	4.445	1.855	581	4.384	315	266	95	93	11	62	5
2009 I	12.025	4.554	1.957	621	4.570	324	299	116	51	18	105	8
2009 Feb	11.887	4.523	1.940	615	4.490	319	296	125	56	15	95	6
Mar	12.025	4.554	1.957	621	4.570	324	301	114	42	16	120	10
Abr	12.101	4.589	1.982	635	4.562	333	273	112	42	16	93	10
May	12.249	4.622	2.003	652	4.637	335	298	118	43	24	106	6
Del cual a tipo fijo												
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.611	2.326	625	445	3.966	250	119	48	8	6	54	3
2008 II	7.478	2.347	605	424	3.853	248	145	66	11	9	56	2
III	7.535	2.370	619	432	3.865	248	101	42	7	3	47	2
IV	7.611	2.326	625	445	3.966	250	120	42	9	10	57	2
2009 I	7.931	2.396	663	487	4.133	252	207	72	17	18	96	5
2009 Feb	7.839	2.384	661	479	4.065	250	203	76	22	15	86	4
Mar	7.931	2.396	663	487	4.133	252	205	65	11	15	108	6
Abr	7.981	2.418	672	501	4.131	258	183	61	14	15	85	7
May	8.104	2.458	672	519	4.195	260	208	77	9	23	94	5
Del cual a tipo variable												
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.480	1.724	1.200	126	365	64	81	36	38	1	5	1
2008 II	3.181	1.683	940	124	373	60	90	47	35	1	6	1
III	3.229	1.698	979	129	362	61	53	24	21	2	4	1
IV	3.480	1.724	1.200	126	365	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.590	1.757	1.268	123	371	70	75	32	34	0	5	3
2009 Feb	3.540	1.731	1.252	125	365	68	80	38	34	0	6	2
Mar	3.590	1.757	1.268	123	371	70	81	39	30	1	7	4
Abr	3.606	1.763	1.284	124	362	73	72	37	27	1	5	3
May	3.619	1.749	1.305	123	369	73	70	25	33	1	9	1

Fuente: BCE.

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

2) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

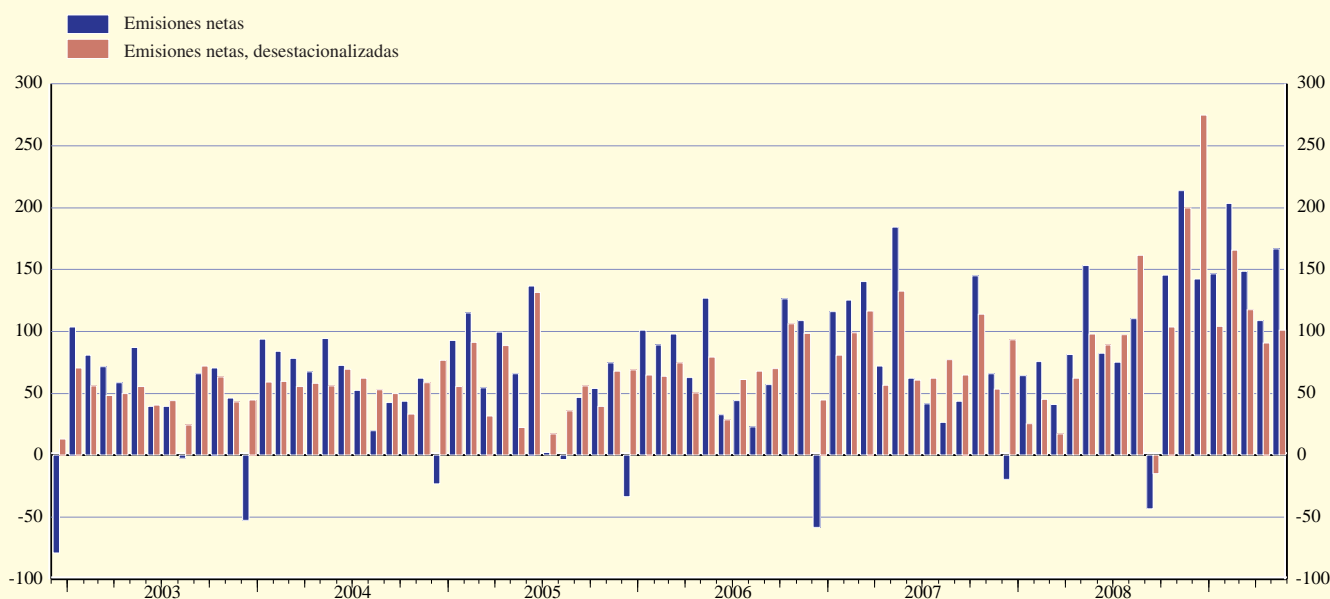
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <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												
2007	83,6	40,7	27,7	4,2	9,9	1,2	84,2	41,3	27,2	4,3	10,2	1,2
2008	95,1	23,2	34,2	3,9	32,8	1,1	96,6	23,3	33,5	4,0	34,7	1,1
2008 II	105,5	46,7	34,5	4,8	18,7	0,9	83,0	48,6	30,4	0,7	2,8	0,6
III	47,3	10,9	18,7	1,9	14,7	1,2	81,3	18,8	31,9	5,2	23,1	2,4
IV	167,2	11,4	77,3	5,9	67,2	5,3	192,7	21,4	55,6	7,8	103,1	4,8
2009 I	166,2	40,6	25,9	7,0	91,8	0,9	129,1	21,0	38,6	6,3	62,6	0,6
2009 Feb	203,4	67,4	43,7	7,6	83,8	0,9	165,9	48,1	43,5	7,8	66,2	0,3
Mar	148,6	13,9	24,8	4,1	100,9	4,9	117,4	5,1	30,2	4,9	71,2	6,1
Abr	108,9	27,9	25,1	10,2	38,6	7,2	90,7	14,7	27,7	7,3	34,0	7,0
May	166,7	54,4	23,0	13,6	76,0	-0,3	100,9	34,5	16,1	5,9	45,1	-0,6
A largo plazo												
2007	61,8	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,4	24,1	26,5	2,4	7,8	0,7
2008	65,7	16,2	32,1	2,5	14,4	0,5	65,2	16,3	31,5	2,5	14,4	0,5
2008 II	96,8	42,6	33,6	3,9	15,8	0,9	68,5	36,2	29,6	0,4	1,5	0,7
III	26,9	7,4	15,2	2,5	1,3	0,5	58,5	15,2	27,8	4,1	9,8	1,6
IV	116,7	2,9	77,5	4,4	30,5	1,5	117,2	11,0	56,8	3,8	45,0	0,5
2009 I	135,9	25,8	32,7	12,9	61,4	3,0	133,2	16,6	45,0	15,7	52,9	3,0
2009 Feb	172,8	44,9	43,5	12,6	71,3	0,5	148,7	24,9	43,5	14,7	65,0	0,6
Mar	144,7	23,6	22,1	9,4	83,9	5,6	138,8	15,3	27,4	11,8	78,9	5,5
Abr	73,3	36,0	23,9	13,2	-8,0	8,3	68,7	30,3	27,1	12,7	-10,5	9,2
May	172,6	47,4	25,0	19,1	78,9	2,1	110,5	27,2	17,0	13,2	50,8	2,2

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

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



Fuente: BCE.

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

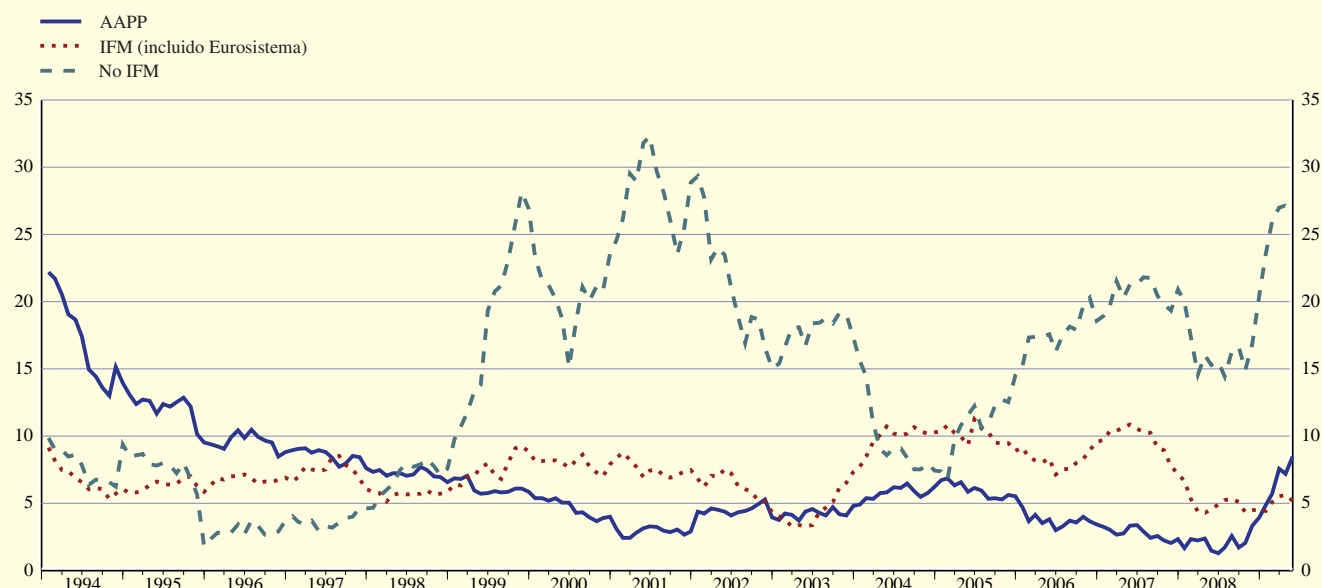
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2008 May	6,7	7,9	20,8	6,2	1,7	1,9	5,7	6,4	19,3	4,2	1,6	-0,9
Jun	6,8	8,3	22,7	3,4	1,5	2,1	5,6	6,4	19,7	2,7	1,7	-5,2
Jul	7,1	8,6	21,5	2,7	2,1	3,3	6,8	7,4	19,9	1,2	3,2	2,2
Ago	7,8	8,4	23,9	4,9	3,0	3,4	8,8	9,2	26,5	2,8	3,9	6,6
Sep	7,0	6,9	23,8	5,9	2,6	2,3	8,2	8,1	26,1	5,4	3,4	5,8
Oct	6,9	5,3	21,1	4,3	5,0	2,8	8,9	6,4	23,8	4,3	7,5	9,5
Nov	8,1	5,7	23,7	4,2	6,8	2,8	10,5	4,9	28,3	4,3	12,2	6,7
Dic	9,5	5,5	27,2	7,1	8,6	3,9	13,6	4,6	35,0	12,0	16,9	14,1
2009 Ene	10,1	5,3	28,8	6,9	10,1	5,4	13,6	3,2	38,3	12,9	17,8	8,6
Feb	11,1	6,3	30,1	8,0	10,8	6,5	13,5	3,5	33,8	13,4	18,4	6,3
Mar	11,9	6,5	30,7	8,9	12,4	7,9	15,7	4,9	35,5	12,7	22,1	10,2
Abr	12,1	6,3	30,4	9,9	12,6	10,6	15,4	6,4	37,4	16,3	17,9	11,6
May	12,0	5,5	29,4	9,9	13,9	9,4	13,5	6,0	30,4	16,3	15,5	12,0
A largo plazo												
2008 May	5,1	4,6	19,6	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	17,8	4,4	1,4	0,5
Jun	5,2	4,9	21,1	2,2	1,2	1,9	4,8	5,6	17,9	2,3	0,4	-0,1
Jul	5,3	5,2	19,5	2,1	1,6	3,1	5,7	6,3	17,2	0,5	2,2	3,0
Ago	6,1	5,3	21,7	3,1	2,5	3,5	7,7	7,8	25,3	1,7	2,7	6,2
Sep	5,7	5,1	21,6	4,4	1,7	2,2	7,1	7,4	24,8	5,0	1,6	4,6
Oct	5,3	4,3	19,3	3,7	2,1	1,4	6,2	5,9	21,5	3,2	1,9	5,0
Nov	6,2	4,5	22,3	3,2	3,5	1,3	7,6	4,4	26,8	2,0	5,6	2,2
Dic	7,3	4,6	26,2	5,5	4,1	2,1	9,7	3,6	34,9	8,7	7,9	4,1
2009 Ene	8,2	4,4	29,4	8,1	5,0	3,3	10,6	2,5	43,0	16,2	7,8	3,5
Feb	9,2	5,1	31,9	10,4	5,8	3,9	10,8	2,4	38,8	19,9	9,1	1,7
Mar	10,4	5,5	32,2	12,9	7,7	5,7	13,7	3,7	40,2	21,5	14,2	6,8
Abr	10,3	5,6	31,7	14,7	7,1	8,6	14,6	5,3	42,8	27,6	12,5	12,4
May	10,6	5,2	30,8	16,1	8,5	8,5	13,7	5,9	34,8	32,2	11,4	15,1

### C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

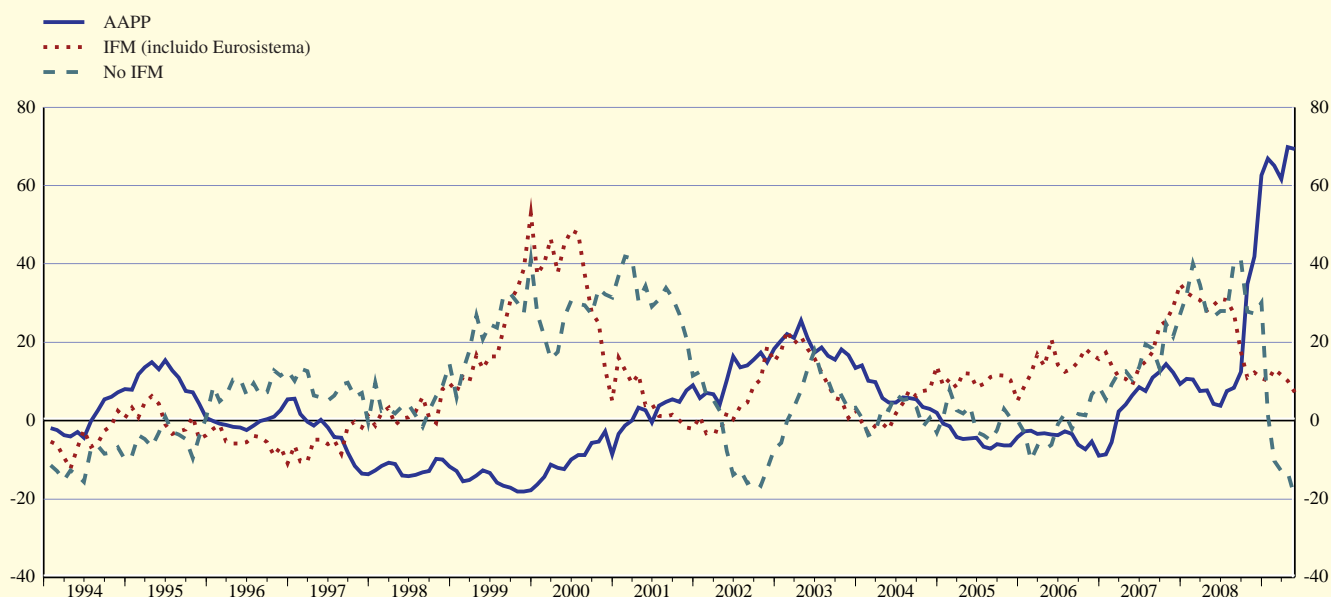
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(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												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,5	3,8	-1,8
2008	3,0	4,9	5,6	4,2	1,5	1,4	12,9	5,5	33,7	7,0	7,6	3,2
2008 II	2,6	4,3	5,0	4,1	1,2	1,4	12,0	5,0	31,7	8,5	8,2	0,4
2008 III	3,0	5,5	5,0	3,4	1,3	2,0	12,4	5,3	32,4	3,2	7,7	6,0
2008 IV	3,2	4,5	4,3	4,5	2,4	-0,8	13,1	5,7	34,1	4,3	3,9	10,2
2009 I	6,1	5,0	8,8	12,3	6,0	1,4	15,9	5,3	44,9	0,4	1,4	11,2
2008 Dic	4,1	4,0	5,0	6,8	4,0	-0,4	15,5	6,1	40,2	1,9	4,5	10,9
2009 Ene	5,4	4,2	7,6	10,8	5,4	1,2	15,6	5,3	44,3	0,5	0,6	10,0
2009 Feb	6,7	5,5	10,6	14,0	6,4	2,0	16,2	5,1	46,7	0,0	0,7	9,7
2009 Mar	8,4	6,6	11,4	17,6	8,4	2,6	16,4	5,0	47,0	-0,9	1,0	16,7
2009 Abr	8,4	6,7	11,9	19,9	7,9	5,3	15,7	4,5	45,7	-0,8	-0,9	20,3
2009 May	9,2	7,2	11,5	21,9	8,9	5,0	14,2	2,2	44,4	-2,1	0,1	20,8
En euros												
2007	4,6	6,5	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	5,9	2,1	1,8	1,3	14,3	6,5	35,3	7,1	8,0	2,0
2008 II	2,4	4,0	4,4	2,0	1,4	1,4	13,1	5,7	32,8	8,2	8,6	-1,1
2008 III	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,3	6,8	34,3	3,8	8,1	4,6
2008 IV	3,3	4,7	6,5	2,2	2,6	-1,2	15,4	7,6	36,8	5,0	4,1	9,2
2009 I	6,5	6,1	12,4	9,5	6,1	0,8	18,8	7,9	47,9	0,3	1,5	11,0
2008 Dic	4,4	4,8	7,5	3,8	4,3	-1,0	18,2	8,6	42,9	2,1	4,7	9,7
2009 Ene	5,8	5,3	10,6	7,9	5,5	0,6	18,6	8,1	47,3	0,7	0,8	9,2
2009 Feb	7,2	6,6	14,9	11,1	6,4	1,4	19,0	7,5	49,8	0,0	0,9	10,1
2009 Mar	8,9	8,1	15,8	15,4	8,3	1,9	19,3	7,5	50,1	-1,8	0,9	17,7
2009 Abr	9,0	8,6	16,2	18,0	7,7	4,6	18,4	6,6	48,8	-1,6	-1,0	22,2
2009 May	9,8	9,5	16,0	20,2	8,6	4,4	17,0	4,2	47,4	-3,1	0,0	22,8

### C19 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

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

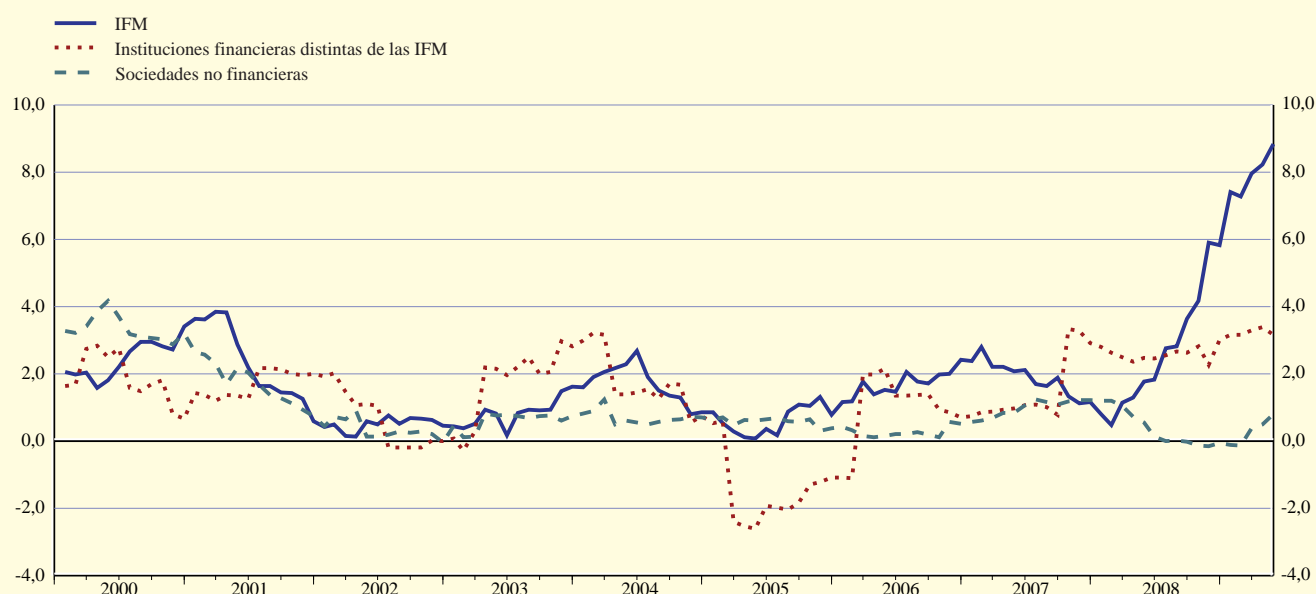
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 May	7.048,9	103,5	1,1	1.176,3	2,1	688,9	1,0	5.183,7	0,8
Jun	6.970,5	103,8	1,3	1.130,4	2,1	677,2	1,1	5.162,9	1,1
Jul	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
Ago	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
Sep	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
Oct	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	628,2	3,3	5.243,1	1,2
Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	578,6	3,3	5.018,6	1,2
Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,2	1,2
2008 Ene	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,3	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,6	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,2	0,1
Jul	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,1	0,0
Ago	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,6	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,0	0,0
Oct	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,1	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,6	-0,2
Dic	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,0	3,0	2.836,4	-0,1
2009 Ene	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	239,9	3,2	2.702,3	-0,1
Feb	2.922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,0	3,2	2.456,3	-0,1
Mar	3.009,8	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,3	2.489,2	0,4
Abr	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,9	3,4	2.771,3	0,5
May	3.580,5	106,5	2,0	455,2	8,8	254,8	3,2	2.870,5	0,8

#### C20 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.



#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

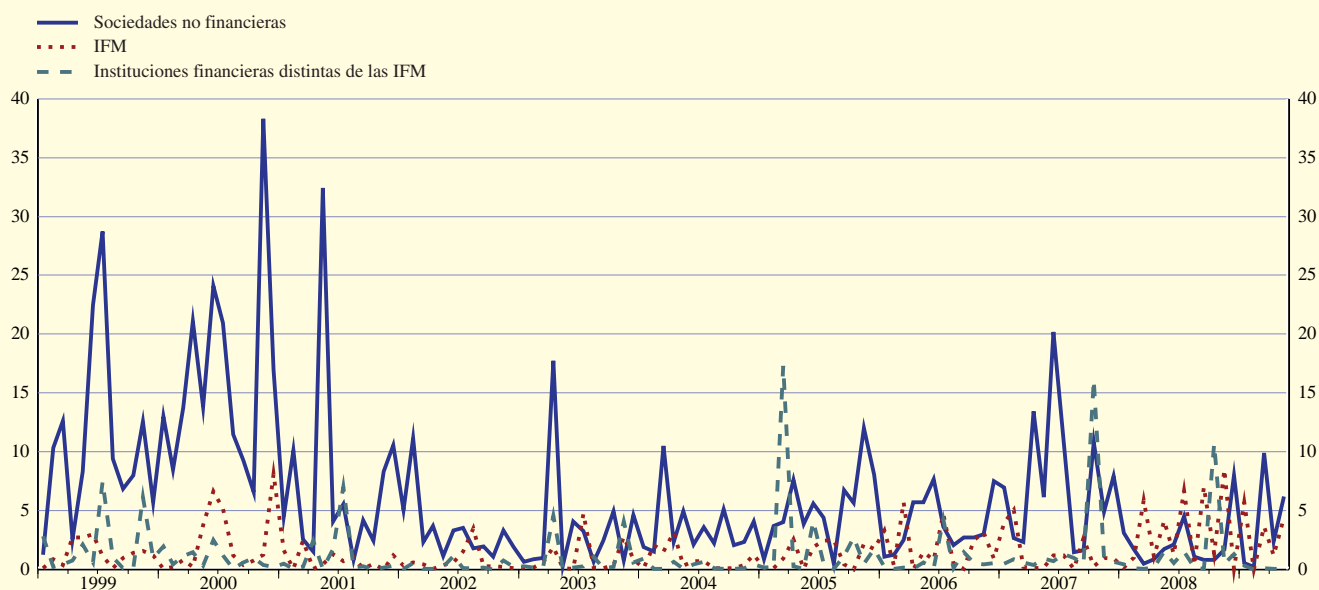
(mm de euros; valores de mercado)

##### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2007 May	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
Jun	22,0	1,6	20,5	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
Jul	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sep	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
Nov	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
Dic	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,5	0,5	6,0	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	2,4	0,3	2,1
May	10,6	0,3	10,3	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,2	0,2	6,0

#### C21 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

## 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro <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
2008 Jul	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,15	4,46	5,06	4,56	4,26
Ago	1,29	4,59	4,87	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sep	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
Oct	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
Nov	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
Dic	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63
2009 Ene	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
Feb	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
Mar	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,64	3,07	1,12
May	0,61	1,89	2,42	2,71	1,98	3,62	0,76	1,08	2,39	3,12	1,02
Jun	0,56	1,86	2,39	2,58	1,94	3,52	0,66	1,04	2,19	2,64	0,93

### 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					Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 Jul	10,65	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,21	5,34	5,62	6,09	6,21	5,82
Ago	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,36	5,29	5,27	5,69	6,05	6,28	5,70
Sep	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
Oct	10,83	8,88	7,22	8,69	8,92	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80
Nov	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
Dic	10,46	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29
2009 Ene	10,13	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,77	4,92	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23
Feb	10,14	8,18	6,65	8,49	8,39	3,97	4,54	4,80	4,89	4,61	4,08	5,03	5,16
Mar	9,94	7,55	6,51	8,31	8,07	3,66	4,33	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,44	6,50	8,27	8,05	3,39	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,88	6,44	8,17	8,08	3,22	4,13	4,50	4,58	4,11	3,60	4,71	4,90
Jun	9,56	7,27	6,37	8,03	7,81	3,13	4,05	4,51	4,57	4,09	3,54	4,75	4,93

### 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	7
2008 Jul		6,74	6,26	6,29	5,53	5,44	5,82	5,55
Ago		6,76	6,27	6,33	5,49	5,44	5,60	5,57
Sep		6,91	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64
Oct		6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,08
Nov		6,66	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
Dic		6,26	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009 Ene		5,68	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,58
Feb		5,40	4,32	5,25	4,96	3,10	3,52	4,23
Mar		5,10	4,03	5,07	4,75	2,83	3,22	3,87
Abr		4,76	3,82	5,02	4,60	2,54	3,34	4,01
May		4,67	3,73	5,01	4,52	2,48	3,22	3,96
Jun		4,58	3,64	4,86	4,50	2,56	3,08	3,69

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se han asignado al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el relativo al sector hogares.

4) La tasa anual equivalente cubre el coste total de un préstamo. El coste total comprende un componente de tipo de interés y un componente de comisiones (relacionadas con la operación del préstamo), que se derivan de los costes de información, de preparación de documentos, avales, etc.

**4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro (cont.)**

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <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
2008 Jul	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,15	4,59	4,40	4,24
Ago	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,39	4,23
Sep	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,45	4,32
Oct	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
Nov	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
Dic	1,16	4,41	3,07	2,95	4,17	1,63	4,01	4,30	3,56
2009 Ene	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,09
Feb	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68
Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,96	2,82	3,87	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,52	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,98	3,62	0,76	2,41	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,06	1,94	3,52	0,66	2,20	3,65	1,63

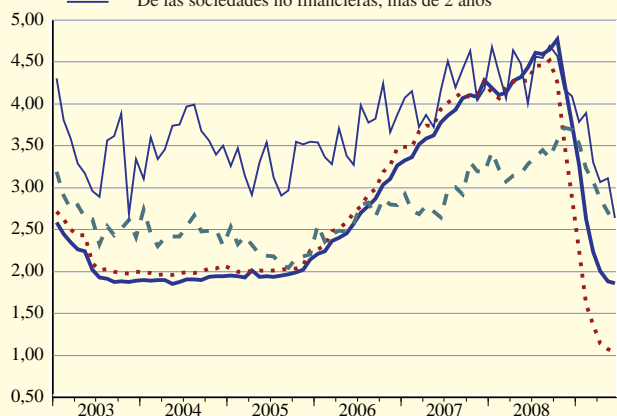
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Jul	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
Ago	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
Sep	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
Oct	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
Nov	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,46	6,16	5,81	5,51
Dic	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 Ene	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89
Feb	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74
Mar	4,92	4,63	4,78	8,43	7,09	6,07	4,41	4,28	4,48
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,12	3,97	4,25
May	4,59	4,45	4,56	8,08	6,92	5,84	4,01	3,84	4,12
Jun	4,51	4,41	4,46	7,96	6,93	5,79	3,93	3,72	4,00

**C22 Nuevos depósitos a plazo**

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

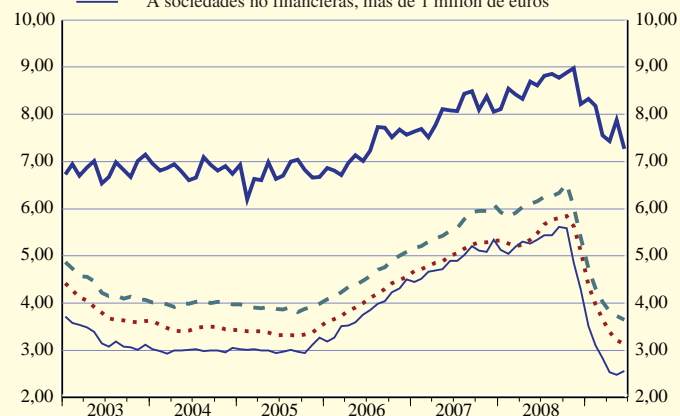
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- - De las sociedades no financieras, más de 2 años



**C23 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.

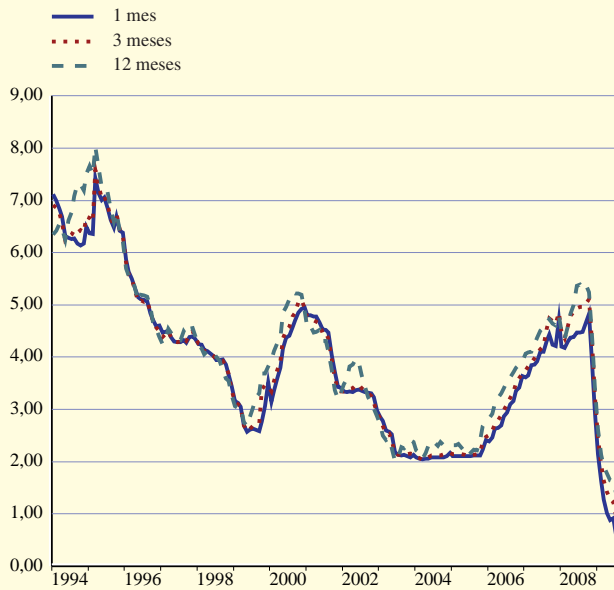
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(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
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 II	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
III	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
2008 Jul	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Ago	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sep	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Oct	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
Nov	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
Dic	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 Ene	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
Feb	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43

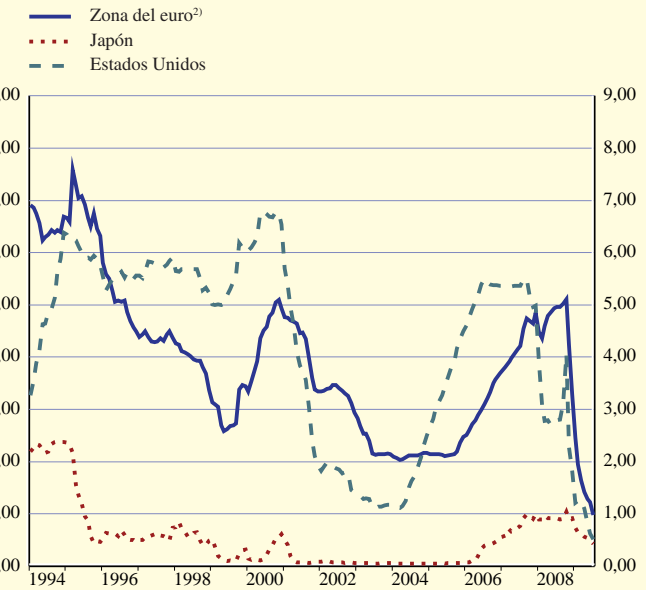
#### C24 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>2)</sup>

(mensuales; en porcentaje)



#### C25 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

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

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

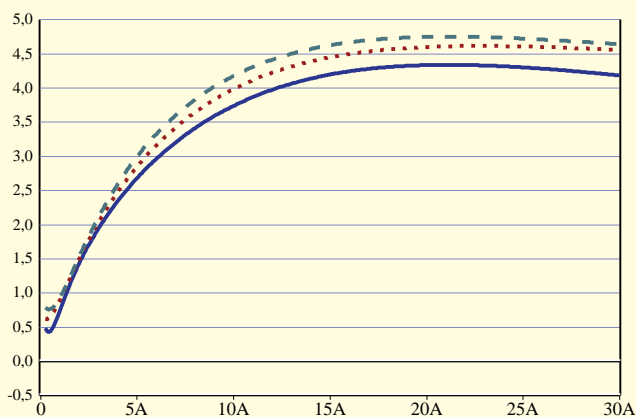
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 II	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
III	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
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
2008 Jul	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Ago	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sep	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Oct	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
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

#### C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

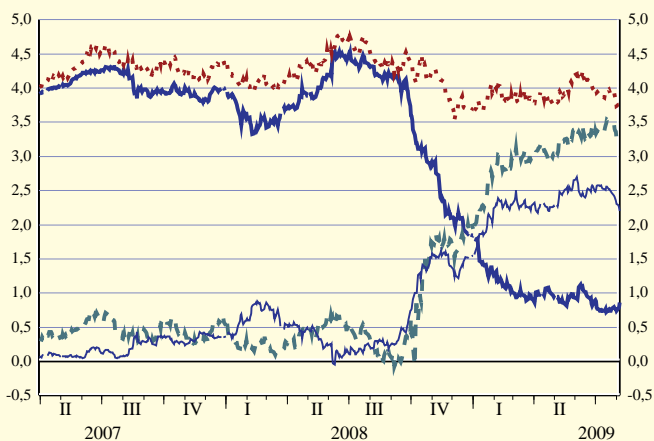
- Junio 2009
- ... Mayo 2009
- - - Abril 2009



#### C27 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

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

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



Fuente: BCE. Datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

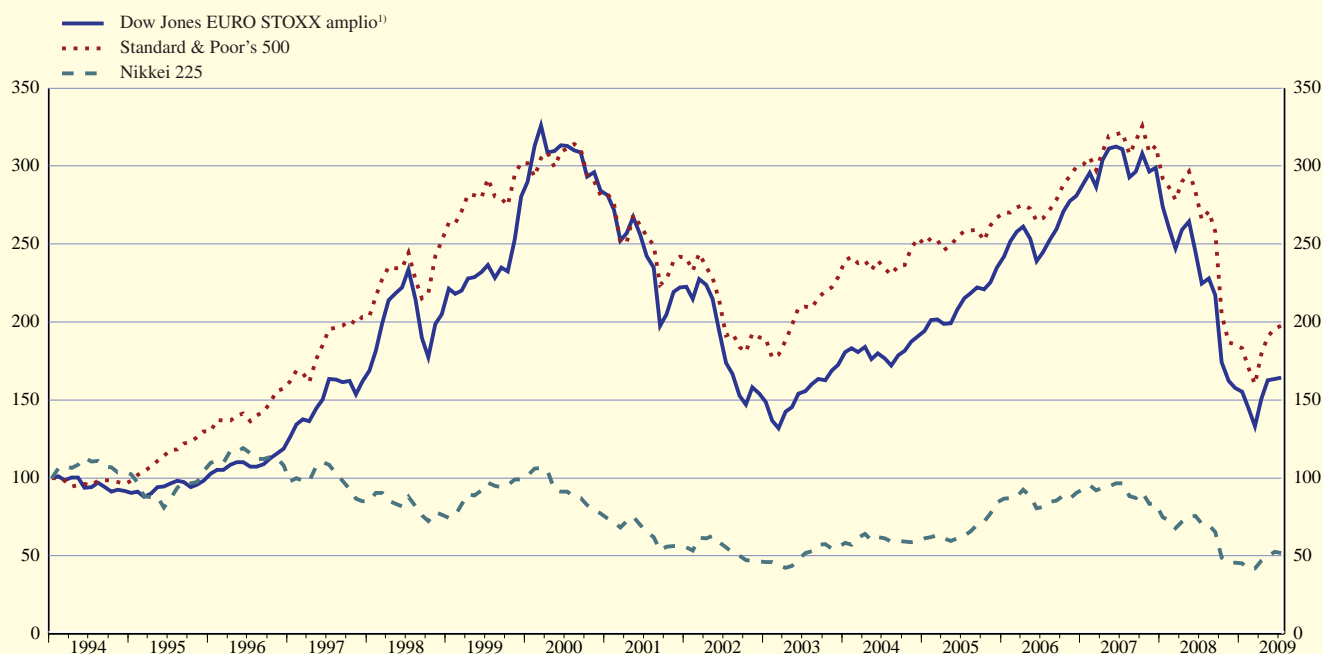
## 4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>													Estados Unidos	Japón	
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500			Nikkei 225
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0		
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4		
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6		
2008 II	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3		
III	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7		
IV	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4		
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8		
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8		
2008 Jul	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0		
Ago	316,1	3.346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1.281,5	12.989,4		
Sep	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2		
Oct	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5		
Nov	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7		
Dic	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1		
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5		
Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3		
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8		
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5		
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7		
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3		
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		

## C28 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

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

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía						
% del total <sup>3)</sup>	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2008 II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3
IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,9	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
2009 Ene	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2
Feb	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1
Mar	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,0
Abr	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1
May	0,9	1,0	0,7	-2,5	0,8	-11,6	2,1	1,8	3,1	-1,0	2,4	2,0
Jun	0,8	1,1	0,3	-2,7	0,6	-11,8	2,1	1,8	2,7	-1,0	2,1	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2009.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.



## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales <sup>1)</sup>

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</sup>
	Total (índice 2005 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total <sup>4)</sup>	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,0	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,4	1,5	13,4	4,1	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,3	2,4	2,1	1,2	4,0	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	4,0	1,7
2008 II	114,9	7,0	6,4	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	17,2	4,0	2,8 <sup>5)</sup>
III	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,7	4,4	21,6	5,5	-
IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,9	0,6 <sup>5)</sup>
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,2	.	-
II	108,2	-5,8	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,3	.	-
2009 Ene	110,4	-0,8	-3,3	-0,3	-1,2	1,9	-0,5	1,9	-0,9	-1,9	-	-
Feb	109,9	-1,9	-4,2	-1,2	-2,9	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-3,6	-	-
Mar	109,1	-3,2	-5,4	-1,9	-3,9	1,5	-1,6	1,8	-2,0	-6,9	-	-
Abr	108,1	-4,8	-5,9	-2,5	-5,0	1,1	-1,8	1,6	-2,2	-11,1	-	-
May	108,1	-5,9	-7,1	-3,0	-5,7	0,5	-2,0	1,4	-2,5	-13,8	-	-
Jun	108,4	-6,6	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,5	-2,9	-15,0	-	-

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto <sup>1)</sup>

	Precios del petróleo <sup>6)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (índice (d.) 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor-taciones <sup>9)</sup>	Impor-taciones <sup>9)</sup>
		Ponderados <sup>7)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>8)</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	100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,1	2,9	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,6	2,7	1,7	1,4
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,8	2,9	2,7	2,5	2,5	3,8
2008 II	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,1	3,4	3,4	2,5	2,8	4,8
III	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,5	2,4	3,3	3,5	2,8	3,1	3,5	5,8
IV	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,2	2,5	2,1	2,0	2,3	1,9	1,3	0,5
2009 I	35,1	-29,1	-14,8	-36,0	-28,5	-17,3	-36,8	120,1	1,8	1,2	0,4	2,8	0,1	-2,8	-4,4
II	43,8	-24,5	-11,1	-31,0	-22,5	-9,9	-31,4	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Feb	34,6	-29,9	-16,1	-36,6	-30,1	-20,4	-37,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	36,5	-30,6	-17,7	-36,8	-29,3	-17,8	-37,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	39,0	-25,4	-11,7	-31,9	-23,7	-10,8	-32,8	-	-	-	-	-	-	-	-
May	42,8	-24,5	-8,3	-32,1	-22,0	-6,7	-32,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun	49,5	-23,5	-13,1	-28,8	-21,7	-12,0	-28,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Jul	46,5	-22,6	-14,6	-26,6	-21,3	-13,6	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-

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

1) Los datos se refieren al Euro-16.

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

3) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

4) En el año 2005.

5) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.

6) Brent (para entrega en un mes).

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

8) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).

9) Los deflatores de las importaciones y la exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios <sup>2)</sup>								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	1,0	2,8	-0,7	3,6	0,1	2,6	2,2
2007	111,8	1,6	1,8	-0,3	3,9	1,1	2,6	2,1
2008	115,3	3,2	-0,2	3,5	1,9	3,3	3,0	3,3
2008 I	113,5	2,5	1,2	0,9	2,1	1,9	4,0	3,0
II	114,7	2,8	-1,0	1,4	2,0	2,5	2,6	4,5
III	115,7	3,5	-1,0	4,0	2,6	4,4	3,3	2,7
IV	118,1	4,5	-0,6	9,2	2,2	5,1	2,3	3,2
2009 I	119,8	5,6	1,1	15,8	2,2	6,4	-0,1	3,1
Remuneración por asalariado								
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5	1,5	2,4	1,6
2007	117,8	2,5	3,8	2,9	3,0	2,1	2,3	2,5
2008	121,4	3,1	3,1	2,9	3,9	3,0	2,3	3,5
2008 I	120,2	3,1	3,9	3,4	3,5	2,4	2,6	3,4
II	121,1	3,2	2,8	2,7	4,0	2,4	2,0	4,4
III	121,9	3,4	3,2	3,1	4,5	4,2	2,7	3,2
IV	122,6	2,8	2,4	2,5	3,7	3,1	1,9	3,2
2009 I	122,4	1,8	4,0	0,6	3,2	2,2	0,2	3,1
Productividad del trabajo <sup>3)</sup>								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,3	-0,1
2006	104,4	1,3	0,5	4,2	-0,2	1,4	-0,2	-0,5
2007	105,4	0,9	1,9	3,3	-0,8	1,0	-0,3	0,4
2008	105,3	-0,1	3,2	-0,5	1,9	-0,3	-0,7	0,2
2008 I	105,9	0,6	2,6	2,5	1,4	0,5	-1,4	0,4
II	105,6	0,3	3,8	1,3	2,0	-0,1	-0,6	-0,1
III	105,4	-0,1	4,2	-0,9	1,9	-0,2	-0,6	0,5
IV	103,9	-1,6	3,0	-6,1	1,5	-2,0	-0,4	0,1
2009 I	102,1	-3,6	2,9	-13,1	0,9	-3,9	0,3	0,0

#### 5. Costes laborales por hora <sup>1), 4)</sup>

	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>5)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total <sup>6)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
2005	116,5	2,3	2,3	2,1	2,2	1,7	2,4	2,1
2006	119,4	2,3	2,3	2,2	3,3	1,5	1,9	2,3
2007	122,5	2,7	2,9	2,0	2,6	2,9	2,6	2,1
2008	126,8	3,3	3,3	3,1	3,6	4,0	3,0	3,2
2008 I	124,8	3,3	3,7	2,5	3,7	4,2	2,9	2,8
II	125,9	2,3	2,4	2,2	2,3	3,6	2,2	2,9
III	127,4	3,4	3,4	3,3	2,8	3,5	3,7	3,4
IV	128,9	4,0	3,9	4,4	5,6	4,6	3,0	3,6
2009 I	.	3,7	3,6	4,5	6,1	3,6	2,4	3,2

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

4) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, las estimaciones de los datos de los componentes no concuerdan con el total.

5) Datos experimentales. Para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet.

6) En el año 2000.

## 5.2 Producto y demanda

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

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>2)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>3)</sup>	Total	Exportaciones <sup>2)</sup>	Importaciones <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2005	8.144,1	8.022,4	4.668,0	1.664,9	1.684,5	5,1	121,7	3.114,1	2.992,4
2006	8.557,6	8.455,8	4.872,3	1.732,3	1.834,4	16,8	101,8	3.472,0	3.370,2
2007	8.998,3	8.858,8	5.063,0	1.799,5	1.972,3	24,1	139,5	3.741,3	3.601,9
2008	9.266,0	9.169,7	5.230,1	1.886,5	2.015,5	37,5	96,3	3.874,8	3.778,5
2008 I	2.312,5	2.278,5	1.298,6	461,4	512,0	6,5	34,0	985,7	951,7
II	2.324,8	2.290,4	1.308,0	472,8	510,0	-0,4	34,4	990,1	955,6
III	2.328,2	2.313,2	1.318,0	474,0	508,4	12,9	15,0	993,8	978,8
IV	2.300,6	2.287,6	1.305,5	478,4	485,2	18,5	13,0	905,3	892,4
2009 I	2.241,1	2.235,5	1.288,7	483,9	461,0	2,0	5,6	803,2	797,6
<i>porcentaje del PIB</i>									
2008	100,0	99,0	56,4	20,4	21,8	0,4	1,0	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados) <sup>4)</sup></i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2008 I	0,7	0,6	0,1	0,4	1,0	-	-	1,7	1,5
II	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	-1,3	-	-	-0,3	-1,0
III	-0,4	0,3	0,0	0,5	-1,1	-	-	-0,6	0,9
IV	-1,8	-0,8	-0,4	0,4	-4,1	-	-	-7,3	-5,2
2009 I	-2,5	-2,0	-0,5	0,2	-4,1	-	-	-8,8	-7,6
<i>tasas de variación interanual</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,5	-	-	8,3	8,2
2007	2,7	2,5	1,6	2,2	4,8	-	-	5,9	5,3
2008	0,7	0,7	0,4	2,0	0,0	-	-	1,0	1,0
2008 I	2,2	1,6	1,4	1,5	3,1	-	-	5,2	4,0
II	1,5	0,9	0,5	2,1	1,6	-	-	3,8	2,4
III	0,5	0,4	0,0	2,2	-0,4	-	-	1,5	1,3
IV	-1,7	-0,5	-0,7	2,2	-5,4	-	-	-6,6	-3,9
2009 I	-4,9	-3,1	-1,2	1,9	-10,2	-	-	-16,3	-12,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2008 I	0,7	0,6	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-	-
II	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,3	-	-
III	-0,4	0,3	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,6	-	-
IV	-1,8	-0,8	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-1,0	-	-
2009 I	-2,5	-2,0	-0,3	0,0	-0,9	-0,9	-0,5	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,8	1,2	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2008	0,7	0,7	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2008 I	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,1	0,5	-	-
II	1,5	0,8	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,6	-	-
III	0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,1	-	-
IV	-1,7	-0,5	-0,4	0,4	-1,2	0,7	-1,2	-	-
2009 I	-4,9	-3,1	-0,7	0,4	-2,2	-0,5	-1,8	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con los cuadros 7.1.2 y 7.3.1.

3) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

4) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

## 5.2 Producto y demanda

### 2. Valor añadido por ramas de actividad <sup>1)</sup>

	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
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>								
2005	7.299,2	144,1	1.482,4	441,7	1.540,5	2.021,2	1.669,4	844,9
2006	7.643,6	142,0	1.557,3	476,7	1.602,6	2.137,9	1.727,1	914,0
2007	8.040,2	151,9	1.643,5	514,7	1.672,9	2.261,6	1.795,6	958,1
2008	8.311,7	148,1	1.672,4	536,8	1.727,2	2.357,3	1.869,9	954,3
2008 I	2.070,6	38,7	424,0	135,2	431,3	583,0	458,4	241,9
II	2.085,3	37,2	425,8	134,8	431,0	589,0	467,5	239,6
III	2.088,7	36,6	422,2	135,0	434,5	592,5	467,9	239,5
IV	2.067,2	35,6	400,4	131,8	430,5	592,8	476,2	233,4
2009 I	2.014,1	36,2	361,6	130,8	418,4	587,3	479,8	227,0
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2008	100,0	1,8	20,1	6,5	20,8	28,4	22,5	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados)<sup>2)</sup></i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 I	0,6	1,6	0,6	1,8	0,7	0,6	0,2	1,5
II	-0,1	-0,4	-0,7	-2,1	-0,4	0,5	0,4	-1,3
III	-0,4	-0,3	-1,6	-1,8	-0,2	0,0	0,6	-0,4
IV	-1,7	1,1	-5,7	-1,6	-1,8	-0,6	0,2	-2,1
2009 I	-2,5	-0,2	-8,5	-1,0	-2,9	-0,8	0,1	-2,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,8	1,3	1,8
2006	2,9	-1,5	3,9	2,6	3,1	3,7	1,3	3,3
2007	3,0	0,5	3,5	3,1	3,0	3,7	1,6	0,7
2008	0,9	1,7	-0,8	-0,5	1,0	1,8	1,4	-0,7
2008 I	2,4	1,3	2,9	1,7	3,0	2,6	1,3	0,3
II	1,6	1,7	1,4	0,3	1,6	2,4	1,3	0,1
III	0,7	2,5	-1,1	-1,2	0,7	1,6	1,5	-1,0
IV	-1,6	2,0	-7,3	-3,7	-1,7	0,5	1,4	-2,3
2009 I	-4,7	0,2	-15,7	-6,4	-5,2	-1,0	1,3	-6,0
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2008 I	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-
II	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
III	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
IV	-1,7	0,0	-1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	-
2009 I	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,7	1,0	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,3	-
2008 I	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,7	0,3	-
II	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
III	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,3	-
IV	-1,6	0,0	-1,5	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
2009 I	-4,7	0,0	-3,2	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial <sup>1)</sup>

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total <sup>2)</sup>	Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,8	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,4
2007	3,2	108,1	3,7	4,2	4,4	3,8	6,8	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,4
2008	-2,4	106,2	-1,8	-1,9	-2,0	-3,4	-0,2	-2,0	-5,6	-1,4	0,3	-4,6
2008 II	-0,1	108,7	1,0	1,0	0,9	0,1	3,5	-1,2	-2,0	-1,1	2,1	-4,1
III	-2,3	105,6	-1,5	-1,5	-1,7	-2,2	-0,6	-2,2	-7,2	-1,5	-0,2	-5,2
IV	-8,8	99,1	-8,9	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,8	-11,9	-3,6	-4,3	-8,3
2009 I	-16,7	91,7	-18,2	-20,0	-20,5	-25,2	-23,4	-7,5	-20,6	-5,4	-4,6	-10,2
2008 Dic	-12,4	96,2	-12,2	-13,2	-13,6	-21,5	-11,4	-4,8	-14,7	-3,4	-4,9	-13,1
2009 Ene	-15,4	93,5	-16,6	-18,7	-19,1	-23,8	-22,4	-6,3	-18,5	-4,3	0,0	-10,4
Feb	-17,9	91,3	-19,2	-21,1	-21,5	-25,7	-25,1	-8,6	-22,3	-6,5	-3,6	-12,1
Mar	-16,7	90,4	-18,7	-20,2	-20,7	-25,9	-22,8	-7,5	-20,9	-5,3	-10,2	-8,2
Abr	-17,9	89,1	-20,6	-21,8	-22,5	-27,0	-26,8	-7,5	-21,2	-5,1	-12,4	-4,9
May	-15,4	89,6	-17,0	-18,4	-18,5	-23,2	-22,3	-5,0	-19,8	-2,3	-9,0	-7,8
<i>tasas de variación intermensual (d.)</i>												
2008 Dic	-3,3	-	-3,0	-3,3	-3,4	-6,4	-2,7	-0,6	-2,7	-0,4	0,4	-3,0
2009 Ene	-1,7	-	-2,7	-3,5	-3,6	-2,1	-7,3	-0,4	-2,3	-0,1	0,4	1,6
Feb	-2,3	-	-2,4	-2,4	-2,5	-2,3	-3,1	-1,8	-3,5	-1,5	-2,2	-1,4
Mar	-0,5	-	-1,0	-1,0	-0,8	-1,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-3,9	0,5
Abr	-1,3	-	-1,5	-1,0	-1,5	-1,6	-2,8	-0,1	-0,6	0,0	-1,3	0,3
May	0,1	-	0,6	0,3	0,9	0,4	1,2	0,5	-1,7	0,8	0,3	-2,0

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

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

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

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) En el año 2005.

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

4) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

## 5.2 Producto y demanda

(Saldos netos <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
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 II	97,7	-3	-6	9	7	83,3	-14	-10	-22	10	-14
2008 III	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
2008 IV	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 I	65,7	-36	-56	20	-31	72,5	-33	-11	-41	64	-14
2009 II	70,2	-33	-62	18	-21	69,9	-28	-9	-34	59	-11
2009 Feb	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	64	-14
2009 Mar	64,6	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	69	-13
2009 Abr	67,3	-35	-60	20	-25	70,3	-31	-10	-38	63	-11
2009 May	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
2009 Jun	73,2	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9
2009 Jul	76,0	-30	-61	14	-13	69,5	-23	-6	-23	53	-10

	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
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 II	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
2008 III	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
2008 IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2009 II	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
2009 Feb	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19
2009 Mar	-32	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19
2009 Abr	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
2009 May	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14
2009 Jun	-33	-42	-24	-17	-24	9	-17	-20	-26	-22	-11
2009 Jul	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-25	-19	-10

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 de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son la media de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,8	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,185	1,6	1,8	0,7	-2,0	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,759	1,8	1,9	0,9	-1,4	0,3	4,0	1,9	4,0	1,3
2008	147,929	0,8	1,0	-0,2	-1,5	-0,2	-2,4	1,3	2,5	1,2
2008 I	148,118	1,5	1,6	0,8	-1,3	0,3	0,3	2,4	4,0	0,8
II	148,207	1,1	1,4	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
III	147,960	0,6	0,9	-0,9	-1,8	-0,1	-2,9	0,9	2,2	1,1
IV	147,430	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,3	-5,3	0,3	0,9	1,4
2009 I	146,129	-1,3	-1,2	-2,2	-2,7	-3,0	-7,6	-1,4	-1,2	1,3
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2008 I	0,599	0,4	0,4	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,7	1,2	0,0
II	0,090	0,1	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	-1,2	0,1	0,2	0,6
III	-0,247	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4	-1,5	0,0	0,1	0,1
IV	-0,531	-0,4	-0,3	-0,7	0,3	-1,0	-2,2	-0,4	-0,6	0,6
2009 I	-1,301	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,4	-2,6	-1,0	-1,0	0,0

### 2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad <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		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,714	9,0	10,673	7,9	3,040	17,5	6,913	8,1	6,800	10,0
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,386	7,5	6,490	9,4
2007	11,660	7,5	9,114	6,6	2,546	14,9	5,730	6,7	5,929	8,5
2008	11,897	7,6	9,270	6,6	2,627	15,4	6,001	6,9	5,896	8,3
2008 II	11,604	7,4	9,047	6,5	2,557	15,0	5,788	6,7	5,816	8,2
III	11,963	7,6	9,313	6,6	2,650	15,6	6,071	7,0	5,892	8,3
IV	12,664	8,0	9,847	7,0	2,817	16,6	6,548	7,6	6,115	8,6
2009 I	13,872	8,8	10,774	7,6	3,097	18,3	7,338	8,5	6,534	9,2
II	14,729	9,3	11,464	8,1	3,265	19,4	7,883	9,1	6,846	9,6
2009 Ene	13,483	8,5	10,475	7,4	3,009	17,8	7,084	8,2	6,400	9,0
Feb	13,875	8,8	10,776	7,6	3,099	18,4	7,347	8,5	6,529	9,1
Mar	14,257	9,0	11,072	7,8	3,185	18,8	7,584	8,8	6,673	9,3
Abr	14,552	9,2	11,308	8,0	3,244	19,2	7,768	9,0	6,784	9,5
May	14,738	9,3	11,462	8,1	3,276	19,4	7,893	9,1	6,845	9,6
Jun	14,896	9,4	11,621	8,2	3,276	19,5	7,987	9,2	6,909	9,7

Fuente: Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2008.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.



## FINANZAS PÚBLICAS

### 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

#### 2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,1
2008	46,7	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

#### 3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <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
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

#### 4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+)<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	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

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

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>				Otros acreedores <sup>3)</sup>
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,5	10,8	8,3	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,2	11,2	7,1	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

### 2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por <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 <sup>5)</sup>	Otras monedas
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,5	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 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.
- Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

### 6.3 Variaciones de la deuda <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>	
													1
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

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

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) <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	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales <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	
2003 I	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	45,8	44,4	11,9	12,8	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,5
III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,2	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	13,0	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 I	41,9	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,3	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,4	48,8	14,0	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,1	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,7	45,3	12,8	13,4	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,1	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
IV	49,8	49,2	14,5	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 I	41,9	41,6	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
II	44,9	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,1	42,8	11,8	12,5	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	48,8	48,4	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7
2009 I	42,3	42,1	10,6	12,5	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,8

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
2003 I	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	24,9	21,3	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
II	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
IV	51,1	46,3	11,1	5,6	3,1	26,6	23,0	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,3	43,0	10,3	4,7	3,2	24,8	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,7	3,3	24,8	21,5	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,8	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
IV	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
II	46,1	42,7	10,2	4,8	3,2	24,5	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,9	3,0	24,6	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 I	45,2	42,1	10,0	4,6	2,9	24,5	21,0	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,8	0,1
II	45,4	42,2	10,2	4,8	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,8	2,9	24,4	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,3	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,6	2,9	23,7	20,3	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,5	41,4	9,9	4,7	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
III	45,0	41,2	9,5	4,8	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
IV	50,3	45,1	10,6	5,7	2,8	26,0	22,3	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 I	44,5	41,3	9,7	4,6	2,9	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
II	45,0	41,7	10,0	4,8	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
III	45,3	41,8	9,6	4,9	3,0	24,3	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	51,7	46,5	11,0	5,9	2,8	26,9	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0
2009 I	47,9	44,5	10,5	5,0	3,0	26,0	22,2	1,3	3,4	2,1	1,2	-5,6	-2,6

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero <sup>2)</sup>

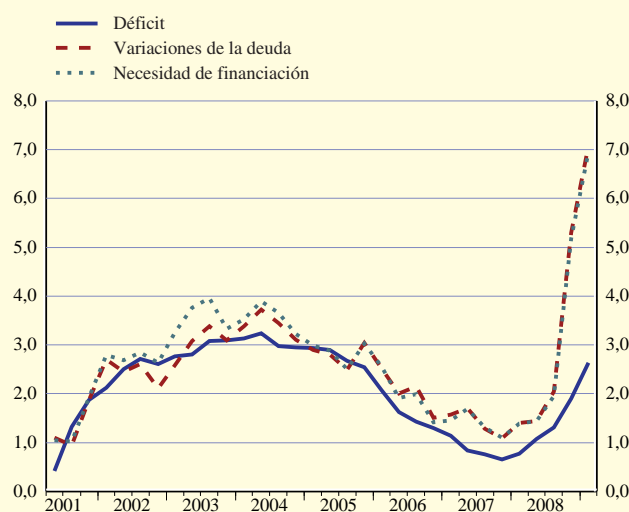
	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2006 II	70,4	2,5	11,6	4,9	51,4
III	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007 I	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
II	68,6	2,2	11,1	5,1	50,2
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
II	67,1	2,1	11,0	4,9	49,0
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5
2009 I	73,1	2,3	10,9	7,9	52,0

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

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación 11
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10	
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7	Acciones y otras participaciones 8			
2006 II	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6
III	1,2	-1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,9
IV	-2,9	-0,9	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,1
II	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5
III	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,6
IV	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4
2008 I	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,0	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,2
II	3,7	-0,1	3,6	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,6
III	2,0	-2,2	-0,2	-1,0	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,3	1,5
IV	9,3	-2,8	6,5	6,7	0,7	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,2	9,3
2009 I	13,5	-5,6	8,0	6,9	4,9	1,5	-0,2	0,7	-0,1	1,1	13,6

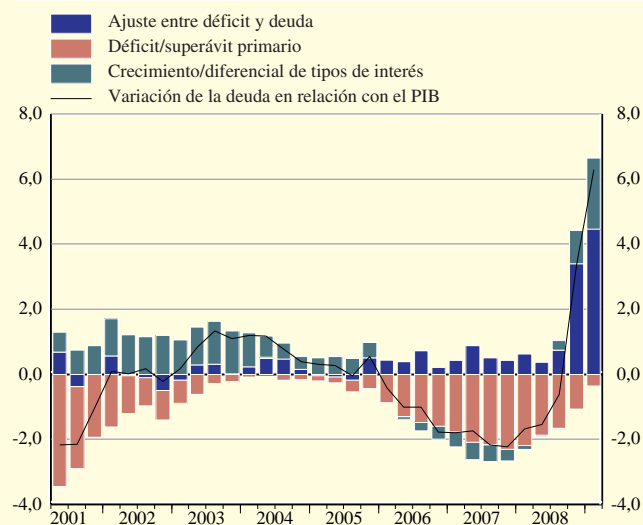
### C29 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



### C30 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

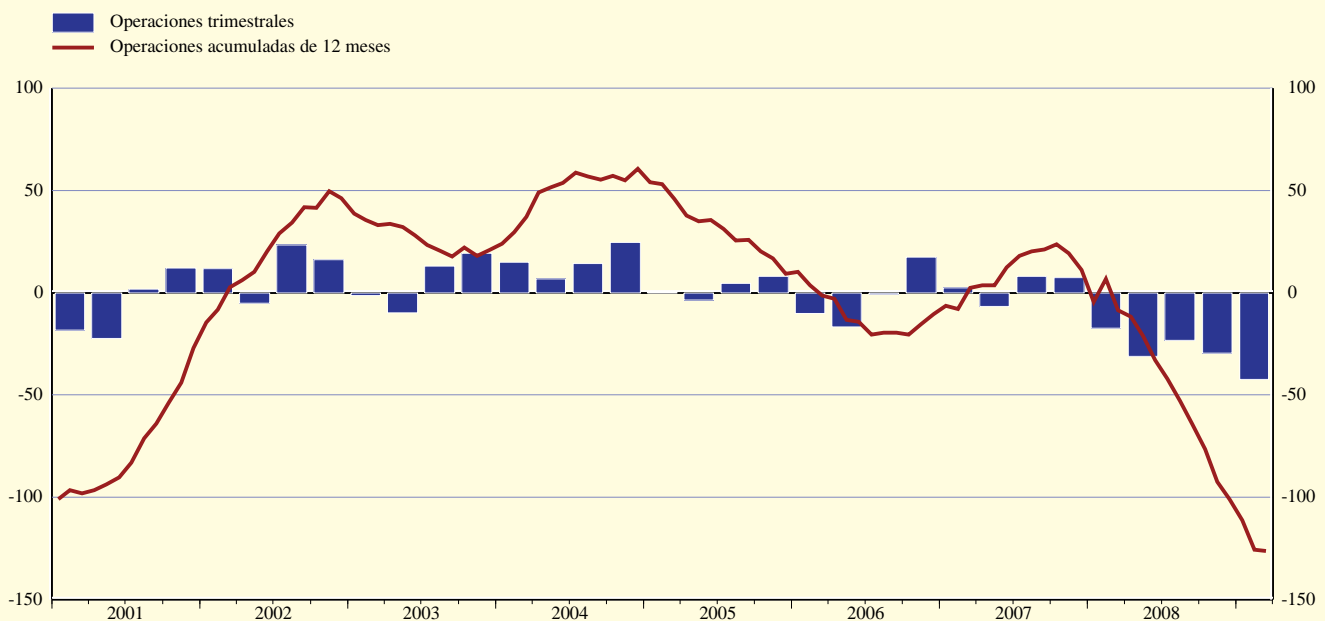
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(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
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-101,0	-6,0	42,8	-41,3	-96,4	12,0	-89,0	303,3	-242,3	441,5	-56,7	164,6	-3,9	-214,3
2008 I	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
II	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
III	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
IV	-29,5	-0,6	6,2	-9,8	-25,3	1,0	-28,5	126,3	-77,7	204,2	-16,7	17,0	-0,4	-97,9
2009 I	-42,4	-10,3	0,8	-2,6	-30,2	1,5	-40,8	147,9	-38,5	179,4	14,3	-13,0	5,7	-107,0
2008 May	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
Jun	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
Jul	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
Ago	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
Sep	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
Oct	-8,1	3,9	1,5	-2,7	-10,9	-0,1	-8,2	75,0	-12,0	142,6	-3,2	-44,5	-7,9	-66,7
Nov	-16,0	-4,0	1,4	-4,2	-9,2	1,3	-14,6	15,1	-51,9	53,7	-9,5	23,2	-0,4	-0,5
Dic	-5,3	-0,5	3,3	-2,9	-5,2	-0,3	-5,6	36,3	-13,9	7,9	-4,0	38,3	7,9	-30,7
2009 Ene	-28,4	-13,9	0,2	-3,5	-11,2	0,2	-28,3	45,4	-9,4	2,3	7,2	39,9	5,3	-17,2
Feb	-7,0	0,3	0,5	-1,7	-6,2	0,5	-6,5	34,5	-8,5	81,4	2,9	-42,5	1,2	-28,0
Mar	-7,0	3,3	0,0	2,6	-12,9	0,9	-6,1	68,0	-20,6	95,7	4,2	-10,4	-0,8	-61,9
Abr	-9,4	3,9	2,3	-7,2	-8,4	2,0	-7,4	-2,5	-4,5	-9,0	7,7	3,1	0,1	9,9
May	-13,0	2,2	2,9	-11,8	-6,2	0,2	-12,7	24,7	6,1	53,8	10,3	-43,3	-2,3	-12,0
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2009 May	-116,9	-11,2	31,7	-38,0	-99,4	7,2	-109,7	373,0	-175,5	593,6	12,0	-62,4	5,3	-263,3

### C31 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

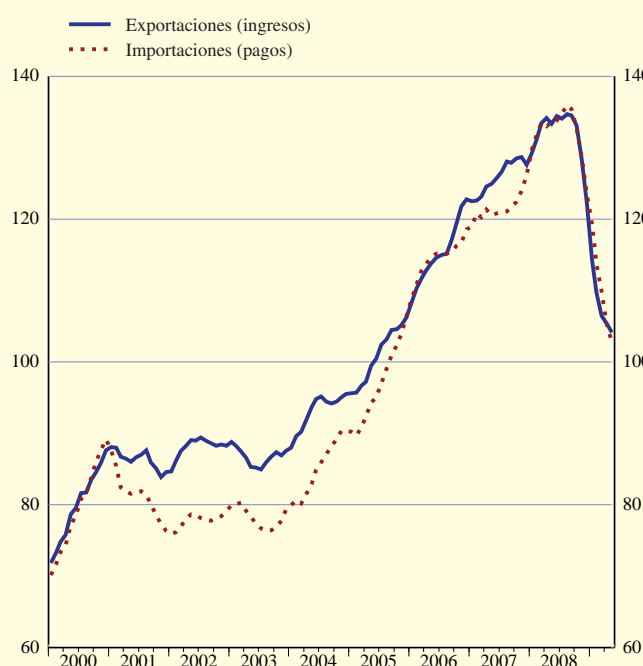
(mm de euros; operaciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
											Remesas trabajad.	Remesas trabajad.			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.761,1	2.862,0	-101,0	1.579,5	1.585,5	506,5	463,8	586,0	627,3	89,0	6,7	185,5	21,3	25,7	13,7
2008 I	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
II	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
III	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
IV	674,8	704,2	-29,5	378,4	379,0	127,3	121,0	141,7	151,5	27,4	1,8	52,7	5,5	4,7	3,8
2009 I	560,0	602,4	-42,4	308,3	318,6	108,9	108,1	117,7	120,3	25,1	1,4	55,4	4,9	4,2	2,6
2009 Mar	194,1	201,0	-7,0	110,9	107,6	37,1	37,1	41,6	39,0	4,4	.	17,3	.	1,9	1,1
Abr	185,8	195,2	-9,4	104,1	100,2	36,7	34,3	39,6	46,8	5,4	.	13,8	.	2,7	0,7
May	183,7	196,6	-13,0	98,9	96,7	37,0	34,1	42,0	53,8	5,8	.	12,1	.	0,9	0,7
	Datos desestacionalizados														
2008 I	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	.	47,2	.	.	.
II	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.
III	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.
IV	653,8	697,1	-43,2	366,6	370,4	125,8	117,3	139,0	160,3	22,5	.	49,0	.	.	.
2009 I	581,4	625,7	-44,3	319,3	329,7	120,0	115,3	121,6	133,0	20,5	.	47,7	.	.	.
2008 Dic	206,0	221,0	-15,0	114,8	117,7	40,4	36,2	43,0	50,5	7,7	.	16,5	.	.	.
2009 Ene	197,1	218,8	-21,7	107,3	115,4	41,5	39,2	42,3	47,9	6,0	.	16,2	.	.	.
Feb	194,2	206,9	-12,7	106,9	108,0	39,4	37,8	40,0	45,9	7,9	.	15,1	.	.	.
Mar	190,1	200,1	-10,0	105,2	106,3	39,2	38,3	39,3	39,1	6,6	.	16,4	.	.	.
Abr	187,6	193,7	-6,1	104,1	101,7	38,7	35,7	38,6	41,5	6,2	.	14,8	.	.	.
May	189,4	190,6	-1,2	103,1	100,2	38,3	36,0	41,6	40,0	6,4	.	14,4	.	.	.

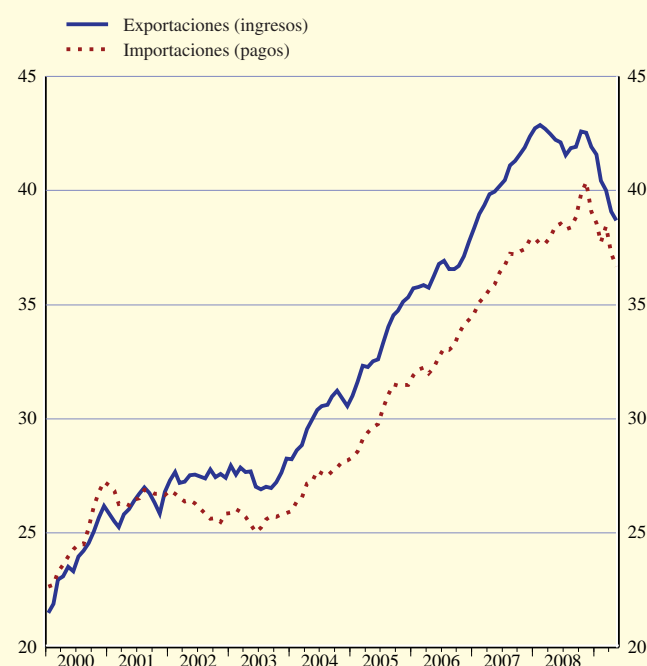
### C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



### C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.



## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

### 2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Beneficios reinvertidos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos			
			1	2										3	4	5
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	566,9	616,8	189,4	61,9	134,5	47,4	29,8	25,5	42,7	124,4	123,7	128,1	181,3	204,3
2008 I	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
II	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
III	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
IV	4,9	2,7	136,8	148,8	41,5	8,3	36,3	11,4	8,4	6,3	8,4	21,0	31,0	34,1	47,5	51,0
2009 I	4,6	2,1	113,1	118,3	38,9	12,9	28,5	17,1	5,2	5,4	7,3	13,5	25,8	33,1	35,8	37,7

### 3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
II 2008 a I 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
Cuenta corriente	2.640,6	949,6	57,8	80,4	487,6	267,2	56,5	39,1	34,2	83,1	29,8	54,9	96,1	183,3	383,7	786,8
Bienes	1.497,5	509,5	34,7	50,4	217,4	206,9	0,0	21,8	18,0	64,0	22,4	32,3	73,0	90,9	183,2	482,5
Servicios	498,5	166,8	12,5	13,1	107,1	28,6	5,6	7,5	6,7	14,7	5,6	11,1	13,5	49,3	77,7	145,5
Renta	556,6	210,6	9,8	15,4	150,1	28,5	6,7	9,6	8,8	4,0	1,7	11,2	9,2	36,3	115,9	149,3
Rentas de la inversión	537,8	204,1	9,7	15,2	148,5	27,8	2,9	9,5	8,7	4,0	1,7	11,2	9,1	29,3	114,1	146,0
Transferencias corrientes	88,1	62,7	0,8	1,6	12,9	3,2	44,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,9	9,5
Cuenta de capital	21,0	17,7	0,1	0,0	1,2	0,2	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	1,4	1,1
<b>Pagos</b>																
Cuenta corriente	2.766,8	870,3	46,6	80,3	419,8	221,2	102,4	-	31,2	-	-	96,7	-	178,2	388,9	-
Bienes	1.511,3	412,0	29,7	47,1	164,1	171,1	0,0	26,6	14,0	177,7	20,7	52,7	101,1	79,1	141,9	485,4
Servicios	465,0	140,6	8,3	11,3	87,7	33,1	0,2	5,6	6,8	11,3	4,6	8,3	9,0	39,6	97,0	142,4
Renta	603,9	204,7	7,6	20,7	155,7	12,1	8,6	-	8,6	-	-	35,2	-	53,5	142,0	-
Rentas de la inversión	593,4	198,6	7,5	20,6	154,2	7,7	8,6	-	8,6	-	-	35,1	-	53,0	141,0	-
Transferencias corrientes	186,5	112,9	1,0	1,2	12,4	4,8	93,6	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,0	52,0
Cuenta de capital	13,4	2,5	0,0	0,1	1,2	0,2	1,0	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
<b>Neto</b>																
Cuenta corriente	-126,1	79,3	11,3	0,1	67,7	46,1	-45,9	-	3,0	-	-	-41,8	-	5,1	-5,1	-
Bienes	-13,8	97,4	5,0	3,3	53,4	35,8	0,0	-4,8	3,9	-113,7	1,7	-20,4	-28,1	11,8	41,3	-2,9
Servicios	33,5	26,2	4,2	1,8	19,4	-4,5	5,3	1,9	0,0	3,4	1,0	2,8	4,5	9,8	-19,3	3,1
Renta	-47,4	5,9	2,3	-5,3	-5,6	16,4	-1,9	-	0,2	-	-	-24,0	-	-17,2	-26,1	-
Rentas de la inversión	-55,7	5,5	2,2	-5,4	-5,7	20,1	-5,7	-	0,2	-	-	-23,9	-	-23,7	-26,9	-
Transferencias corrientes	-98,4	-50,2	-0,2	0,4	0,6	-1,6	-49,4	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,7	-1,1	-42,5
Cuenta de capital	7,5	15,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	15,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-6,2

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones y otros flujos durante el período)

#### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <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>														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,6	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,9	165,8	-13,0	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 IV	13.069,7	14.873,5	-1.803,9	141,0	160,4	-19,5	3.742,5	3.223,1	3.723,6	5.985,8	1,2	5.228,2	5.664,6	374,2
2009 I	12.776,8	14.762,3	-1.985,5	138,9	160,5	-21,6	3.771,7	3.229,1	3.609,5	6.029,9	-44,8	5.044,7	5.503,3	395,7
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 IV	-859,4	-311,8	-547,6	-36,4	-13,2	-23,2	-34,9	24,4	-557,5	-43,2	-22,0	-248,3	-292,9	3,3
2009 I	-292,8	-111,2	-181,6	-13,3	-5,1	-8,3	29,2	6,0	-114,0	44,0	-46,0	-183,6	-161,3	21,6
<b>Operaciones</b>														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	698,5	-303,3	4,3	7,5	-3,3	348,1	105,8	-20,2	421,4	56,7	6,7	171,4	3,9
2008 III	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
2008 IV	-373,1	-246,8	-126,3	-15,8	-10,4	-5,3	47,6	-30,1	-160,7	43,4	16,7	-277,1	-260,1	0,4
2009 I	-246,1	-98,2	-147,9	-11,2	-4,5	-6,7	79,3	40,8	-72,2	107,2	-14,3	-233,2	-246,2	-5,7
2009 Ene	8,8	54,2	-45,4	.	.	.	24,9	15,5	31,7	34,1	-7,2	-35,2	4,6	-5,3
Feb	-132,4	-97,9	-34,5	.	.	.	21,0	12,5	-40,9	40,5	-2,9	-108,4	-150,9	-1,2
Mar	-122,5	-54,6	-68,0	.	.	.	33,4	12,8	-63,1	32,6	-4,2	-89,6	-100,0	0,8
Abr	78,7	76,2	2,5	.	.	.	59,2	54,7	-0,6	-9,6	-7,7	28,0	31,1	-0,1
May	-140,2	-115,5	-24,7	.	.	.	11,9	18,0	10,3	64,0	-10,3	-154,2	-197,5	2,3
<b>Otros flujos</b>														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
<b>Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio</b>														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 III	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
2008 IV	2,8	4,7	-	.	.	.	10,0	3,4	-0,7	7,0	.	0,1	3,2	1,1
2009 I	-3,0	0,1	-	.	.	.	7,2	1,7	-4,0	6,3	.	-9,5	-7,1	-1,9

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

## 7.3 Cuenta financiera

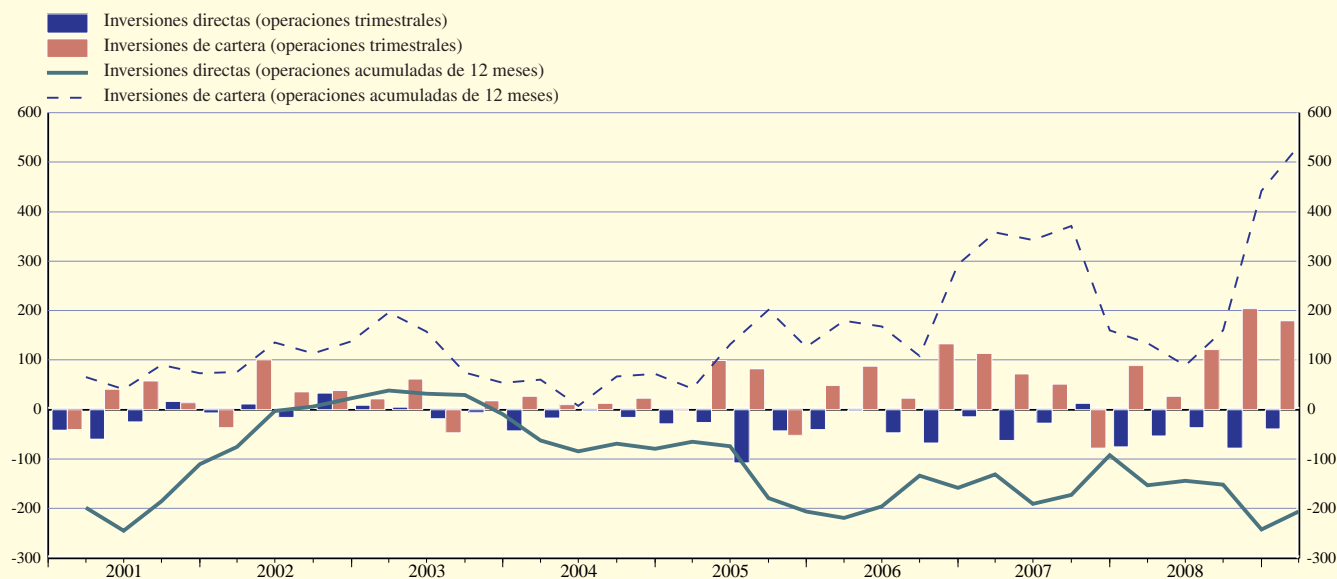
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 IV	3.742,5	2.951,6	248,7	2.703,0	790,9	6,1	784,7	3.223,1	2.394,4	75,8	2.318,6	828,7	17,1	811,6
2009 I	3.771,7	2.953,9	254,8	2.699,0	817,8	12,0	805,8	3.229,1	2.403,7	77,7	2.325,9	825,5	17,3	808,2
Operaciones														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	348,1	227,5	14,0	213,5	120,6	-0,2	120,8	105,8	76,9	-1,3	78,2	28,9	1,5	27,4
2008 III	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
2008 IV	47,6	27,9	5,8	22,1	19,7	-0,3	20,0	-30,1	8,6	0,0	8,6	-38,7	-0,2	-38,6
2009 I	79,3	36,2	9,1	27,1	43,1	0,9	42,2	40,8	34,7	1,0	33,7	6,1	0,1	5,9
2009 Ene	24,9	14,5	4,2	10,3	10,4	1,4	9,0	15,5	12,0	2,2	9,8	3,6	0,3	3,3
2009 Feb	21,0	8,7	0,9	7,8	12,3	0,7	11,6	12,5	8,8	0,5	8,3	3,6	0,1	3,6
2009 Mar	33,4	13,1	4,0	9,0	20,4	-1,2	21,6	12,8	13,9	-1,7	15,7	-1,1	-0,2	-1,0
2009 Abr	59,2	49,7	6,7	43,0	9,5	1,5	7,9	54,7	47,8	0,3	47,5	6,9	0,1	6,8
2009 May	11,9	6,8	-0,1	6,9	5,1	0,1	5,1	18,0	4,9	-0,1	5,0	13,1	0,1	13,0
Tasas de crecimiento														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 III	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
2008 IV	10,0	8,1	5,7	8,3	17,8	-4,5	18,0	3,4	3,3	-1,9	3,5	3,9	8,4	3,8
2009 I	7,2	5,1	6,0	5,0	15,8	-19,9	16,2	1,7	2,9	-0,7	3,0	-1,8	8,3	-2,0

### C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones													
		Total		IFM		No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario										
	1	2	3	Euro-sistema	4	5	AAPP	6	7	8	Euro-sistema	9	10	11	12	13	Euro-sistema	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																				
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2				
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5				
2008 IV	3.723,6	1.144,8	70,6	3,0	1.074,1	28,0	2.134,3	955,1	19,9	1.179,2	17,0	444,5	376,9	61,6	67,6	1,2				
2009 I	3.609,5	1.053,7	62,2	2,9	991,4	27,9	2.089,4	913,5	17,1	1.175,9	16,1	466,5	389,1	58,9	77,4	1,7				
Operaciones																				
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3				
2008	-20,2	-113,2	-55,4	0,6	-57,8	-0,5	88,6	48,2	10,3	40,4	2,4	4,4	21,8	21,2	-17,4	0,3				
2008 III	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2				
2008 IV	-160,7	-49,9	-4,0	0,4	-45,8	-1,3	-62,1	-16,7	-1,1	-45,4	-0,5	-48,8	-22,1	-5,1	-26,7	0,2				
2009 I	-72,2	-34,4	-7,9	0,0	-26,6	0,2	-57,4	-40,5	-2,4	-16,9	-1,2	19,7	13,4	-0,5	6,3	0,4				
2009 Ene	31,7	12,9	2,8	0,0	10,1	.	-2,3	-2,4	-1,1	0,1	.	21,2	17,5	-0,3	3,7	.				
2009 Feb	-40,9	-28,9	-5,4	0,0	-23,5	.	-16,2	-5,3	0,1	-10,9	.	4,2	2,6	0,0	1,6	.				
2009 Mar	-63,1	-18,4	-5,3	0,0	-13,2	.	-38,9	-32,8	-1,4	-6,1	.	-5,7	-6,6	-0,1	0,9	.				
2009 Abr	-0,6	-2,5	0,1	-0,1	-2,6	.	6,9	-6,6	0,6	13,5	.	-5,1	0,3	1,3	-5,4	.				
2009 May	10,3	3,0	1,2	0,0	1,9	.	1,2	-9,8	-0,2	11,1	.	6,0	2,1	-1,9	3,8	.				
Tasas de crecimiento																				
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3				
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4				
2008 III	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1				
2008 IV	-0,7	-6,6	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,0	5,1	48,9	3,2	14,6	0,7	6,1	82,5	-22,2	52,8				
2009 I	-4,0	-7,3	-23,2	19,1	-6,1	0,8	-0,4	-2,3	7,9	1,1	4,3	-10,1	-5,9	51,3	-27,8	74,6				

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones							
		Total		IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	AAPP	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0	
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5	
2008 IV	5.985,8	2.135,2	574,2	1.561,0	3.255,2	1.148,8	2.106,4	1.374,1	595,4	172,4	423,0	355,9	
2009 I	6.029,9	2.065,0	593,5	1.471,5	3.337,3	1.139,0	2.198,3	1.437,6	627,6	169,8	457,9	405,3	
Operaciones													
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1	
2008	421,4	-73,5	94,8	-168,6	274,7	42,3	232,6	205,5	220,2	-6,3	226,4	199,2	
2008 III	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3	
2008 IV	43,4	-42,4	19,2	-61,9	-20,0	-44,8	24,7	40,8	105,8	-10,5	116,3	109,1	
2009 I	107,2	-10,9	4,3	-15,3	82,1	-13,7	95,8	65,4	36,0	1,2	34,8	51,1	
2009 Ene	34,1	-32,1	.	.	27,4	.	.	.	38,8	.	.	.	
2009 Feb	40,5	-3,2	.	.	39,6	.	.	.	4,1	.	.	.	
2009 Mar	32,6	24,3	.	.	15,2	.	.	.	-6,9	.	.	.	
2009 Abr	-9,6	-21,9	.	.	-15,4	.	.	.	27,7	.	.	.	
2009 May	64,0	11,0	.	.	53,5	.	.	.	-0,5	.	.	.	
Tasas de crecimiento													
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2	
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6	
2008 III	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6	
2008 IV	7,0	-3,2	13,0	-8,7	9,6	3,8	13,1	18,9	65,6	-3,5	135,5	144,6	
2009 I	6,3	-5,6	3,8	-9,1	9,6	0,9	14,6	17,6	65,3	-5,9	133,9	135,0	

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 IV	5.228,2	28,8	27,7	1,0	3.273,9	3.214,9	59,0	101,2	12,0	41,2	7,2	1.824,3	189,2	1.409,7	443,7
2009 I	5.044,7	21,7	21,4	0,3	3.093,8	3.037,2	56,6	106,7	12,0	45,4	14,5	1.822,5	176,9	1.416,2	446,2
Operaciones															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	6,7	-9,0	-9,0	0,0	-44,7	-60,0	15,3	-6,6	-1,1	-6,7	-5,9	67,0	9,3	-1,2	-44,8
2008 III	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
IV	-277,1	-6,9	-7,0	0,0	-240,9	-250,8	10,0	0,0	-0,3	1,0	-1,9	-29,3	-9,5	-19,0	-3,7
2009 I	-233,2	-8,2	-8,2	0,0	-222,1	-220,3	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	-9,4	-8,6	-1,1	-1,7
2009 Ene	-35,2	-2,3	.	.	-39,6	.	.	13,5	.	.	12,7	-6,8	.	.	4,2
Feb	-108,4	-3,6	.	.	-92,5	.	.	-7,8	.	.	-4,5	-4,4	.	.	-9,8
Mar	-89,6	-2,2	.	.	-90,0	.	.	0,8	.	.	0,8	1,9	.	.	4,0
Abr	28,0	1,6	.	.	39,6	.	.	-9,9	.	.	-10,2	-3,4	.	.	-7,3
May	-154,2	0,0	.	.	-65,2	.	.	3,8	.	.	3,7	-92,8	.	.	-21,4
Tasas de crecimiento															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 III	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
IV	0,1	-26,4	-27,1	5,0	-1,3	-1,8	21,7	-6,2	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	4,8	-0,1	-10,6
2009 I	-9,5	-57,3	-58,7	6,0	-13,6	-14,1	11,2	4,6	-6,4	9,0	35,9	-0,9	-2,9	-3,1	-14,2

### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 IV	5.664,6	481,5	481,2	0,3	3.762,9	3.704,2	58,6	61,7	0,0	57,7	3,9	1.358,6	166,4	1.076,7	115,5
2009 I	5.503,3	404,0	400,9	3,2	3.708,6	3.650,0	58,6	58,6	0,0	55,2	3,4	1.332,1	161,0	1.057,1	114,0
Operaciones															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	171,4	280,0	280,0	0,1	-181,4	-192,3	10,9	9,5	0,0	10,9	-1,4	63,2	6,3	57,5	-0,5
2008 III	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
IV	-260,1	110,6	110,7	-0,1	-411,7	-418,0	6,3	9,0	0,0	8,6	0,4	32,0	-3,9	29,0	6,8
2009 I	-246,2	-81,5	-84,4	2,9	-112,1	-110,8	-1,3	-2,1	0,0	-0,9	-1,2	-50,5	-8,8	-37,1	-4,7
2009 Ene	4,6	-59,1	.	.	107,8	.	.	2,0	.	.	.	-46,1	.	.	.
Feb	-150,9	-28,1	.	.	-105,7	.	.	-5,2	.	.	.	-11,9	.	.	.
Mar	-100,0	5,6	.	.	-114,2	.	.	1,1	.	.	.	7,5	.	.	.
Abr	31,1	-28,9	.	.	37,8	.	.	-0,6	.	.	.	22,8	.	.	.
May	-197,5	-20,2	.	.	-67,3	.	.	0,1	.	.	.	-110,2	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 III	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
IV	3,2	140,9	141,1	20,8	-4,6	-4,9	16,1	18,3	-4,8	23,5	-28,3	4,9	4,0	5,6	-0,8
2009 I	-7,1	82,4	81,3	709,6	-13,6	-14,0	9,2	15,5	0,9	17,9	-19,4	-2,3	-3,5	-1,6	-7,5

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

### 7. Activos de reserva

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores							Derivados financieros
	En las autoridades monetarias y el BPI			En bancos	Total		Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,3	-38,5
2008 III	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	187,3	-185,3
IV	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,2	21,1	0,1	0,1	155,4	-141,4
2009 Abr	386,3	231,4	347,851	4,8	8,4	141,6	8,2	4,7	128,6	-	-	-	0,1	0,0	130,1	-116,6
May	392,2	240,6	347,784	4,6	10,8	136,0	7,9	5,9	121,9	-	-	-	0,4	0,1	103,1	-90,7
Jun	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	-	-	-	0,2	0,1	77,6	-65,6
Operaciones																
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 III	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-
IV	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
2009 I	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
Tasas de crecimiento																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 III	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-
IV	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-
2009 I	-1,9	-1,1	-	4,6	131,3	-6,3	139,6	-90,4	6,7	2,6	3,8	24,9	1.001,7	-	-	-

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

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

### 8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2007</b>	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
<b>Inversiones directas</b>	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
En el exterior	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Otro capital	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
En la zona del euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Otro capital	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
<b>Inversiones de cartera</b>	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Acc. y participaciones	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Valores distintos de acciones	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Bonos y obligaciones	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Instrum. mercado monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
<b>Otras inversiones</b>	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Activos	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
AAPP	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Otros sectores	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Pasivos	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
AAPP	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Otros sectores	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
<b>II 2008 a I 2009</b>	Operaciones acumuladas														
<b>Inversiones directas</b>	205,6	86,5	-0,4	7,1	54,4	25,4	0,0	-7,4	3,1	-1,2	-34,7	91,9	18,2	0,0	49,4
En el exterior	260,6	82,1	1,7	19,3	40,2	20,9	0,0	2,3	3,3	3,8	-20,2	98,1	35,5	0,0	55,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	146,2	33,7	0,9	7,9	11,7	13,1	0,0	4,4	4,1	3,5	-18,5	63,7	18,0	0,0	37,3
Otro capital	114,4	48,4	0,8	11,4	28,4	7,8	0,0	-2,1	-0,7	0,3	-1,7	34,3	17,5	0,0	18,5
En la zona del euro	55,0	-4,5	2,1	12,2	-14,3	-4,5	0,0	9,7	0,3	5,0	14,6	6,2	17,3	0,0	6,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	69,1	-8,6	0,1	6,8	-17,5	2,0	0,0	7,8	0,2	2,8	7,7	23,2	22,8	0,0	13,1
Otro capital	-14,1	4,1	2,0	5,4	3,2	-6,5	0,0	1,9	0,0	2,2	6,9	-17,0	-5,5	0,0	-6,8
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	-159,3	30,2	7,2	-3,1	24,4	-2,8	4,6	13,0	-1,3	-16,0	-0,4	-86,9	-77,4	2,7	-23,4
Acc. y participaciones	-103,2	-16,6	0,9	-4,1	-12,8	-0,5	0,1	9,0	-1,1	-13,8	2,3	-37,4	-28,6	0,0	-17,0
Valores distintos de acciones	-56,1	46,8	6,3	1,0	37,2	-2,3	4,5	4,0	-0,2	-2,2	-2,6	-49,5	-48,8	2,7	-6,4
Bonos y obligaciones	-5,8	61,8	3,4	4,2	54,5	-3,5	3,3	3,6	-0,1	-13,1	0,4	-20,2	-53,1	3,1	11,8
Instrum. mercado monetario	-50,2	-15,0	3,0	-3,2	-17,3	1,2	1,3	0,5	-0,1	10,9	-3,1	-29,3	4,3	-0,3	-18,2
<b>Otras inversiones</b>	-101,6	-240,2	-12,6	-5,8	-265,0	59,3	-16,1	-5,1	-9,3	44,5	19,7	-123,2	118,6	12,2	81,0
Activos	-521,8	-325,7	-23,6	-13,6	-341,1	52,7	-0,1	1,4	-9,3	-17,5	-51,7	-134,5	8,1	-9,4	16,8
AAPP	4,7	4,5	-1,3	-0,2	6,1	-0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,2	-1,2
IFM	-510,4	-294,6	-18,5	-11,4	-313,6	49,2	-0,4	0,2	-10,6	-8,0	-48,9	-94,9	-16,0	-10,5	-27,0
Otros sectores	-16,1	-35,6	-3,8	-2,0	-33,6	3,9	-0,2	1,2	1,3	-9,5	-2,8	-39,7	24,1	0,0	45,0
Pasivos	-420,1	-85,5	-11,0	-7,7	-76,1	-6,6	16,0	6,5	-0,1	-62,0	-71,4	-11,4	-110,5	-21,6	-64,1
AAPP	7,9	2,8	0,0	-0,1	1,5	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	5,0	0,1
IFM	-397,1	-88,4	-11,1	-6,8	-73,8	-4,4	7,6	5,2	0,1	-59,7	-69,2	45,9	-121,4	-26,4	-83,2
Otros sectores	-30,9	0,1	0,1	-0,9	-3,8	-2,3	7,0	1,3	-0,2	-2,2	-2,2	-57,3	10,8	-0,2	19,0

Fuente: BCE.



### 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

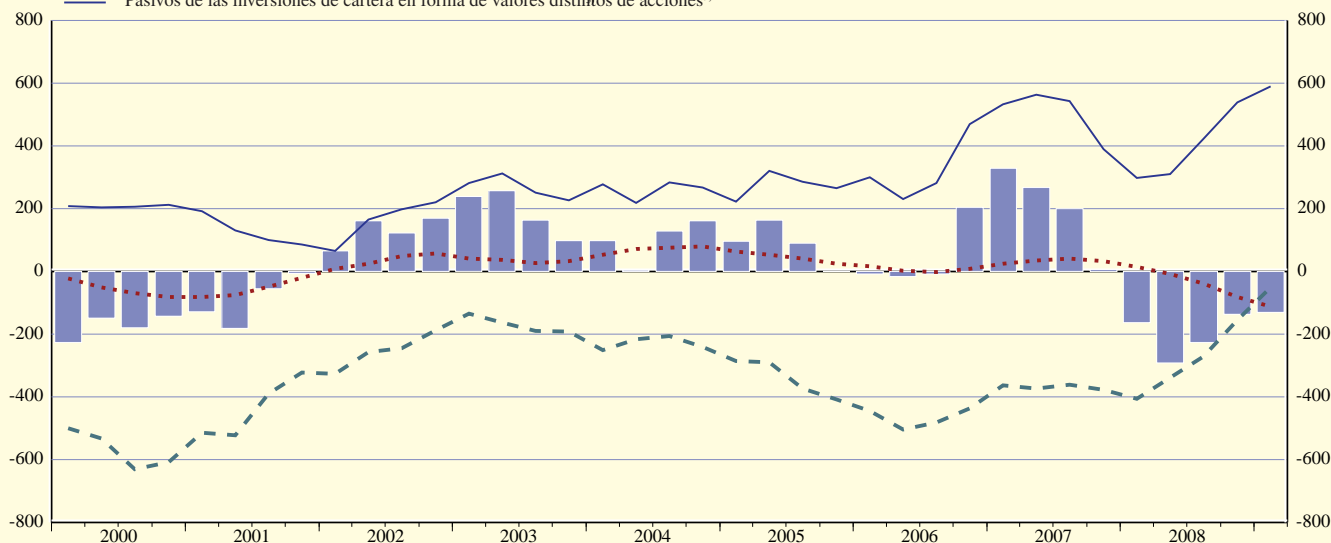
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3											Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	
		Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM				
					Acciones y participaciones <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones <sup>3)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	6,8
2008	-81,9	-334,8	103,6	35,2	-124,0	538,3	-61,2	73,3	-56,6	-213,8	-122,0	-136,0
2008 I	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,9
II	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,1
III	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	1,9
IV	-26,8	-42,3	-30,7	117,9	-39,4	143,5	28,8	41,3	-16,5	-95,6	80,2	75,0
2009 I	-40,8	-69,3	40,6	37,2	-7,8	123,6	2,9	-52,6	14,3	-107,0	-58,9	-81,2
2008 May	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6
Jun	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,4
Jul	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,8
Ago	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,8
Sep	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	21,6
Oct	-7,6	-8,0	-2,0	75,6	-58,0	92,0	-17,3	41,2	-3,2	-67,4	45,2	42,5
Nov	-14,2	-28,3	-21,0	12,9	3,0	60,7	3,0	19,2	-9,6	0,8	26,5	11,6
Dic	-4,9	-6,0	-7,7	29,4	15,7	-9,3	43,1	-19,0	-3,7	-29,0	8,5	20,9
2009 Ene	-28,3	-19,2	15,3	-13,9	-50,4	54,9	-6,7	-44,1	7,2	-17,2	-102,3	-121,0
Feb	-6,5	-19,4	12,4	32,8	-0,2	57,5	12,3	-17,1	2,9	-28,0	46,7	44,7
Mar	-6,1	-30,7	13,0	18,4	42,7	11,2	-2,7	8,6	4,2	-61,9	-3,3	-4,9
Abr	-7,4	-51,0	54,6	-5,5	-29,1	27,6	13,3	22,2	7,7	9,9	42,3	32,8
May	-12,7	-11,9	17,9	-16,8	19,5	50,2	89,0	-110,1	10,3	-12,0	23,4	34,5
Operaciones acumuladas de 12 meses												
2009 May	-106,0	-295,9	135,0	136,6	-114,4	576,1	114,9	-96,8	12,1	-260,9	100,5	79,4

### C35 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones<sup>3)</sup>



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales.
- 2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.
- 3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

### 1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)				Importaciones (c.i.f.)						
	Exportaciones	Importaciones	Total	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:		
				Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	11,0	8,4	1.508,0	739,5	326,3	401,3	1.282,7	1.491,2	914,0	234,4	323,1	1.019,8	227,5
2008	3,8	7,4	1.563,4	770,1	333,9	409,8	1.307,9	1.592,9	1.011,4	228,7	327,5	1.021,9	288,1
2008 II	8,5	11,1	398,8	197,7	84,4	104,9	331,9	406,1	258,9	56,2	82,2	258,4	75,9
III	5,6	12,6	399,5	199,0	84,2	102,8	331,4	411,5	269,6	58,3	82,4	258,5	85,5
IV	-4,9	-2,3	366,6	176,4	81,0	95,2	305,7	372,4	229,3	55,8	80,4	241,4	55,2
2009 I	-21,3	-20,8	310,7	148,3	65,4	85,3	260,0	320,1	181,6	49,3	77,4	215,0	35,5
2008 Dic	-3,7	-5,7	117,1	55,1	27,0	30,6	98,5	117,4	69,9	18,2	26,4	77,9	14,6
2009 Ene	-24,9	-22,6	103,5	48,6	21,1	28,7	85,8	108,1	62,4	16,1	26,0	72,9	11,8
Feb	-23,6	-21,6	103,0	49,4	22,3	28,2	85,7	106,3	60,0	16,5	25,6	70,4	11,2
Mar	-15,4	-18,2	104,2	50,3	22,0	28,4	88,4	105,7	59,2	16,7	25,8	71,7	12,5
Abr	-26,4	-27,2	103,5	50,6	21,2	28,0	86,8	102,8	57,2	16,1	25,2	68,4	12,9
May	-23,9	-27,5	100,7	.	.	.	84,2	99,9	.	.	.	66,7	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	8,6	6,8	144,4	141,3	153,1	144,5	142,1	129,1	123,1	143,3	141,5	134,8	107,7
2008	1,6	-0,4	146,5	141,9	156,2	146,1	143,5	127,9	121,3	141,1	140,8	133,5	106,4
2008 II	7,1	2,3	150,4	146,8	159,3	150,1	147,2	130,8	123,4	141,5	144,6	138,0	102,4
III	2,7	1,3	148,4	144,5	157,9	145,8	145,0	126,8	121,0	146,1	141,3	134,5	106,6
IV	-7,5	-5,5	136,3	128,7	149,5	135,7	131,8	121,4	114,7	133,4	134,5	122,3	106,7
2009 I	-21,3	-14,8	117,6	111,6	119,9	123,3	112,4	113,3	105,0	117,2	128,5	110,3	99,1
2008 Dic	-5,9	-4,5	130,7	121,5	148,0	130,8	126,7	118,7	112,1	126,2	131,9	117,4	109,8
2009 Ene	-24,9	-16,8	117,8	109,3	116,1	126,2	111,6	115,0	108,4	115,8	129,1	112,1	102,1
Feb	-23,7	-15,7	116,4	110,9	122,8	120,9	110,6	112,9	104,0	118,0	127,6	108,5	94,5
Mar	-15,4	-11,7	118,7	114,6	120,8	122,9	115,1	111,9	102,4	117,9	128,8	110,2	100,9
Abr	-25,4	-20,4	119,1	115,7	118,0	122,8	114,3	110,7	100,1	115,7	129,9	107,7	99,3
May	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

### 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 memoria: Ind. manufacturera	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% 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
2007	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 IV	102,7	0,7	2,6	1,3	2,7	-16,0	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 I	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,1	-0,3	2,7	-28,0	-2,4
II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,8	-2,8	.	.	.	.	.	.	.
2009 Ene	101,3	-0,9	-0,2	1,2	1,3	-30,1	-1,0	101,5	-7,7	-2,9	-1,0	2,6	-26,2	-2,1
Feb	101,4	-1,2	-1,3	1,4	1,5	-31,3	-1,3	101,6	-8,4	-4,3	-0,1	2,8	-27,9	-2,4
Mar	100,9	-1,8	-2,0	1,5	1,3	-35,1	-1,9	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-29,9	-2,8
Abr	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,2	-36,1	-2,1	100,5	-10,8	-5,4	0,5	2,3	-33,8	-3,2
May	100,9	-2,9	-4,0	1,5	1,0	-37,8	-2,8	101,1	-13,1	-6,8	0,1	1,3	-37,2	-4,6
Jun	100,9	-3,5	-4,9	1,3	0,5	-36,4	-3,4	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 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.
- 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.
- Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

### 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

#### 3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (f.o.b.)</b>															
2007	1.508,0	34,2	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	296,1	60,6	34,3	87,6	61,7	137,9
2008	1.563,4	35,0	54,2	221,7	231,5	78,5	86,3	42,8	186,9	308,3	65,7	33,7	100,7	68,3	149,3
2007 IV	384,4	8,6	13,8	58,3	56,1	17,9	20,8	10,8	47,5	76,2	15,9	8,1	22,4	15,7	36,3
2008 I	398,5	8,9	14,0	57,3	59,1	19,7	21,3	12,3	49,6	79,2	17,2	8,8	24,2	16,2	36,7
II	398,8	9,1	14,5	58,3	59,9	20,3	22,1	11,3	47,4	77,9	16,8	8,5	25,0	16,7	36,4
III	399,5	9,0	14,1	56,5	60,3	20,8	21,8	10,8	46,3	76,7	16,0	8,3	26,7	17,9	38,5
IV	366,6	8,0	11,6	49,6	52,3	17,7	21,1	8,4	43,6	74,5	15,7	8,1	24,8	17,5	37,6
2009 I	310,7	7,3	10,0	42,3	43,9	12,6	19,8	7,7	39,5	65,4	15,4	7,0	23,4	12,7	25,9
2008 Dic	117,1	2,6	3,4	15,3	15,5	5,6	6,9	2,6	14,0	24,6	4,9	2,7	8,1	6,0	12,7
2009 Ene	103,5	2,7	3,3	14,2	14,9	4,2	6,7	2,5	12,9	20,6	4,7	2,4	7,7	4,2	9,6
Feb	103,0	2,3	3,4	13,9	14,2	4,3	6,7	2,5	12,8	22,2	5,1	2,4	7,9	4,3	8,5
Mar	104,2	2,4	3,4	14,2	14,8	4,1	6,5	2,7	13,8	22,6	5,6	2,2	7,7	4,2	7,9
Abr	103,5	2,3	3,2	14,2	14,6	4,2	6,4	2,7	12,6	23,2	5,6	2,3	7,7	4,2	8,3
May	100,7	.	.	.	.	3,8	6,3	2,8	12,4	23,3	5,6	2,2	7,5	4,1	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,7	4,2	2,2	6,4	4,4	9,6
<b>Importaciones (c.i.f.)</b>															
2007	1.491,2	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,4	131,4	455,6	172,6	59,1	113,4	75,2	93,6
2008	1.592,9	30,2	52,4	165,3	185,6	117,8	69,6	32,3	136,8	477,8	184,3	56,5	139,6	81,0	104,4
2007 IV	385,0	7,1	13,3	42,7	44,1	28,6	16,6	8,3	32,4	114,8	43,5	14,8	31,0	20,2	25,9
2008 I	402,9	7,3	13,7	43,7	46,4	29,5	16,8	8,5	34,6	121,1	44,8	14,9	34,4	20,1	26,6
II	406,1	7,8	13,7	42,5	47,4	30,6	17,5	8,5	33,7	120,0	45,4	14,7	36,9	20,0	27,4
III	411,5	7,9	13,4	42,2	48,0	33,4	17,8	8,2	34,9	123,3	47,6	13,9	37,7	21,2	23,4
IV	372,4	7,2	11,5	36,9	43,7	24,2	17,4	7,1	33,6	113,3	46,5	13,0	30,6	19,7	27,0
2009 I	320,1	6,9	9,4	31,4	39,2	17,4	16,7	6,6	33,0	98,7	42,3	11,6	23,6	14,9	22,4
2008 Dic	117,4	2,4	3,5	11,1	13,1	7,0	5,7	2,1	11,5	36,0	15,1	4,2	9,7	6,3	8,9
2009 Ene	108,1	2,3	3,1	10,8	12,9	6,2	5,6	2,1	10,3	34,1	14,6	4,0	8,0	4,9	7,9
Feb	106,3	2,2	3,1	10,3	12,8	5,2	5,6	2,2	10,9	32,1	13,7	3,8	8,2	4,9	8,6
Mar	105,7	2,3	3,1	10,3	13,5	6,0	5,5	2,3	11,8	32,5	13,9	3,8	7,4	5,1	5,9
Abr	102,8	2,1	2,9	10,0	13,0	5,7	5,5	2,0	9,3	31,6	13,9	3,6	7,9	4,8	8,0
May	99,9	.	.	.	.	5,8	5,4	2,1	9,9	30,4	13,2	3,5	7,2	4,6	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,6	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,5	8,8	5,1	6,6
<b>Saldo</b>															
2007	16,8	5,5	3,5	61,3	46,7	-34,3	15,1	9,0	64,5	-159,6	-112,0	-24,8	-25,8	-13,4	44,3
2008	-29,5	4,7	1,8	56,4	45,9	-39,3	16,6	10,5	50,1	-169,5	-118,6	-22,8	-38,9	-12,7	44,8
2007 IV	-0,6	1,6	0,5	15,7	12,0	-10,8	4,2	2,6	15,0	-38,6	-27,6	-6,7	-8,6	-4,6	10,4
2008 I	-4,4	1,5	0,3	13,6	12,6	-9,8	4,5	3,8	15,1	-42,0	-27,6	-6,1	-10,2	-3,9	10,1
II	-7,3	1,3	0,8	15,8	12,4	-10,3	4,6	2,8	13,7	-42,1	-28,6	-6,2	-11,9	-3,3	9,0
III	-12,0	1,1	0,7	14,3	12,3	-12,6	3,9	2,6	11,4	-46,6	-31,6	-5,6	-11,0	-3,3	15,1
IV	-5,9	0,8	0,1	12,7	8,5	-6,6	3,6	1,3	9,9	-38,9	-30,7	-4,8	-5,8	-2,2	10,7
2009 I	-9,5	0,5	0,7	10,9	4,8	-4,8	3,2	1,1	6,4	-33,3	-26,9	-4,6	-0,3	-2,1	3,6
2008 Dic	-0,3	0,2	-0,1	4,2	2,4	-1,4	1,2	0,4	2,5	-11,4	-10,1	-1,5	-1,6	-0,3	3,7
2009 Ene	-4,7	0,4	0,2	3,4	2,0	-2,0	1,1	0,3	2,6	-13,5	-10,0	-1,6	-0,3	-0,7	1,7
Feb	-3,3	0,0	0,2	3,6	1,5	-0,9	1,1	0,3	1,9	-9,9	-8,6	-1,4	-0,3	-0,6	-0,1
Mar	-1,5	0,0	0,3	3,8	1,3	-1,8	1,0	0,4	1,9	-9,9	-8,3	-1,6	0,3	-0,8	2,0
Abr	0,7	0,2	0,3	4,2	1,6	-1,5	0,9	0,7	3,3	-8,4	-8,3	-1,2	-0,2	-0,6	0,3
May	0,8	.	.	.	.	-1,9	0,9	0,7	2,5	-7,1	-7,6	-1,3	0,3	-0,5	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 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
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,8	106,4	104,5	104,4	114,3	107,1
2008	113,0	113,6	110,9	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1
2008 II	116,0	116,7	114,1	113,2	113,6	112,1	122,9	114,1
III	114,1	114,3	111,2	111,3	112,7	109,9	120,8	111,6
IV	109,1	109,6	106,2	106,3	107,4	105,5	116,7	107,7
2009 I	111,9	112,2	107,6	108,5	114,0	109,3	120,1	110,4
II	113,2	113,4	108,3	-	-	-	121,1	111,2
2008 Jul	116,2	116,7	113,5	-	-	-	123,2	114,1
Ago	113,9	114,1	111,1	-	-	-	120,3	111,1
Sep	112,0	112,1	109,0	-	-	-	118,7	109,4
Oct	107,9	108,2	105,3	-	-	-	115,4	106,4
Nov	107,1	107,5	104,3	-	-	-	114,5	105,6
Dic	112,4	112,9	109,1	-	-	-	120,3	111,0
2009 Ene	111,9	112,3	107,9	-	-	-	119,9	110,4
Feb	110,4	110,7	106,1	-	-	-	118,6	109,1
Mar	113,3	113,5	108,6	-	-	-	121,6	111,7
Abr	112,5	112,8	107,8	-	-	-	120,5	110,7
May	113,0	113,2	108,3	-	-	-	120,9	110,9
Jun	114,0	114,2	108,7	-	-	-	122,0	111,9
Jul	113,8	114,0	108,3	-	-	-	121,9	111,8
	<i>% variación sobre mes anterior</i>							
2009 Jul	-0,2	-0,2	-0,4	-	-	-	-0,1	-0,2
	<i>% variación sobre el año anterior</i>							
2009 Jul	-2,1	-2,4	-4,5	-	-	-	-1,1	-2,0

### C36 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

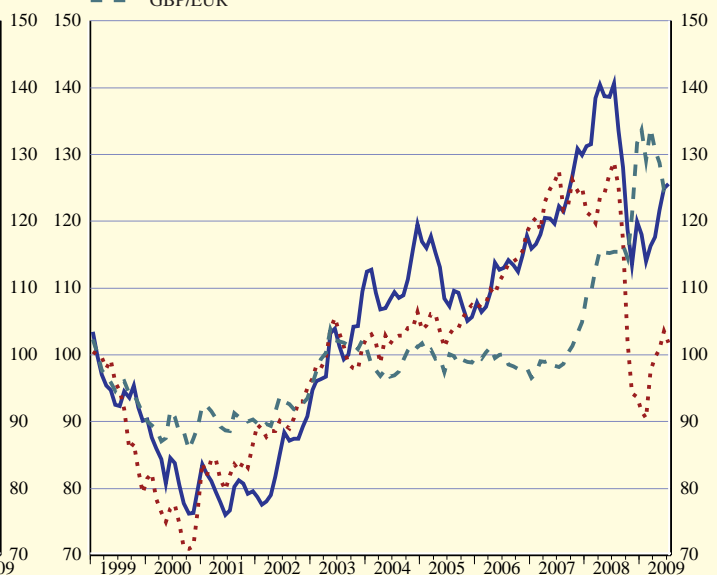
### C37 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

— TCE-21 nominal  
 ..... TCE-21 real deflactado por el IPC



— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 IV	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1.796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2009 I	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
II	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1.747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
2009 Ene	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1.801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
Feb	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1.843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
Mar	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
Abr	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
May	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
Jun	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1.768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
Jul	7,4458	10,8262	0,86092	1,4088	133,09	1,5202	1.778,43	10,9182	2,0421	1,5824	8,9494	1,7504
% variación sobre el mes anterior												
2009 Jul	0,0	-0,4	0,5	0,5	-1,7	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,1	0,2
% variación sobre el año anterior												
2009 Jul	-0,2	14,5	8,6	-10,7	-21,0	-6,1	10,8	-11,2	-4,7	-0,9	11,2	6,8

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2008 IV	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261
2009 I	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635
II	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410
2009 Ene	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233
Feb	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280
Mar	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340
Abr	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277
May	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251
Jun	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675
Jul	25,793	15,6466	0,7006	3,4528	272,06	4,2965	1,9558	4,2184	7,3307	2,1378
% variación sobre mes anterior										
2009 Jul	-2,8	0,0	-0,1	0,0	-3,0	-4,7	0,0	0,1	0,5	-1,4
% variación sobre el año anterior										
2009 Jul	9,6	0,0	-0,4	0,0	17,4	31,8	0,0	18,0	1,4	11,8

	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
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 IV	3,0102	9,0155	261,87	64,007	14.469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 I	3,0168	8,9066	-	64,795	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
II	2,8245	9,3107	-	66,398	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
2009 Ene	3,0596	9,0496	-	64,510	14.802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
Feb	2,9685	8,7406	-	62,885	15.233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
Mar	3,0198	8,9210	-	66,803	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
Abr	2,9197	9,0110	-	66,047	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8774	46,741
May	2,8232	9,3157	-	66,176	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
Jun	2,7391	9,5786	-	66,919	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
Jul	2,7221	9,6246	-	68,233	14.241,51	4,9963	18,8143	2,1873	67,724	44,3881	11,2007	47,969
% variación sobre el mes anterior												
2009 Jul	-0,6	0,5	-	2,0	-0,5	1,3	0,7	-0,4	1,0	1,9	-0,6	0,3
% variación sobre el año anterior												
2009 Jul	8,5	-10,7	-	1,1	-1,4	-2,5	16,8	4,7	-4,2	20,5	-6,9	-9,2

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- Desde el 1 de enero del 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>IAPC</b>											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 IV	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2009 I	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
II	3,1	1,0	1,1	0,2	4,4	4,9	3,6	4,3	6,1	1,7	2,1
2009 Feb	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
Mar	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
Abr	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
May	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
Jun	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2006	3,0	-2,6	5,2	-0,5	-0,4	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>											
2009 Ene	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
Feb	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
Mar	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
Abr	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
May	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
Jun	7,30	5,45	3,76	-	12,75	14,50	10,15	6,34	11,26	3,62	3,53
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>											
2009 Ene	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
Feb	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
Mar	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
Abr	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
May	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
Jun	5,94	2,17	2,35	6,20	21,25	8,14	-	4,60	10,22	0,97	1,24
<b>PIB real</b>											
2007	6,2	6,1	1,6	6,3	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	3,0	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 IV	3,5	-0,1	-3,7	-9,7	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 I	-3,5	-3,4	-4,3	-15,1	-18,6	-11,6	-5,4	1,9	-6,2	-6,3	-4,9
II	.	.	.	.	.	-22,6	.	.	.	-6,3	-5,6
<b>Cuenta corriente de capital en porcentaje del PIB</b>											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,5
2008	-24,5	-2,2	2,3	-7,7	-11,2	-9,7	-7,6	-4,4	-11,8	7,6	-1,5
2008 III	-14,2	-3,0	4,3	-6,5	-11,0	-8,4	-9,5	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
IV	-28,7	-5,2	2,6	-3,4	-7,0	-2,9	-10,0	-4,9	-8,3	5,5	-2,0
2009 I	-15,3	4,6	-0,1	1,2	4,1	4,6	1,1	3,2	-3,4	7,3	-2,4
<b>Costes laborales unitarios</b>											
2007	14,2	2,9	4,2	19,7	27,3	10,3	5,2	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	6,1	7,1	16,7	23,0	10,6	.	6,5	.	2,6	2,3
2008 III	13,0	4,1	7,9	19,6	24,5	12,0	-	4,8	-	2,0	1,7
IV	17,5	7,9	9,1	13,8	18,5	9,3	-	12,2	-	6,0	1,6
2009 I	16,1	4,4	7,2	9,9	3,6	10,0	-	3,9	-	8,2	3,1
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 IV	5,2	4,5	3,8	7,7	10,3	8,1	8,1	6,9	5,9	6,9	6,3
2009 I	6,0	5,5	4,8	11,0	13,2	11,1	9,3	7,7	6,2	7,6	7,0
II	6,6	6,1	5,9	15,6	16,3	14,5	10,2	8,2	.	8,7	.
2009 Feb	6,0	5,5	4,7	11,0	13,1	11,2	9,3	7,8	6,2	7,6	7,1
Mar	6,4	5,8	5,2	12,3	14,1	12,1	9,7	8,0	6,2	8,0	7,2
Abr	6,5	6,0	5,7	14,0	15,3	13,1	10,0	8,1	.	8,4	7,5
May	6,6	6,1	5,9	15,7	16,4	14,5	10,2	8,2	.	8,8	.
Jun	6,8	6,3	6,2	17,0	17,2	15,8	10,3	8,2	.	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

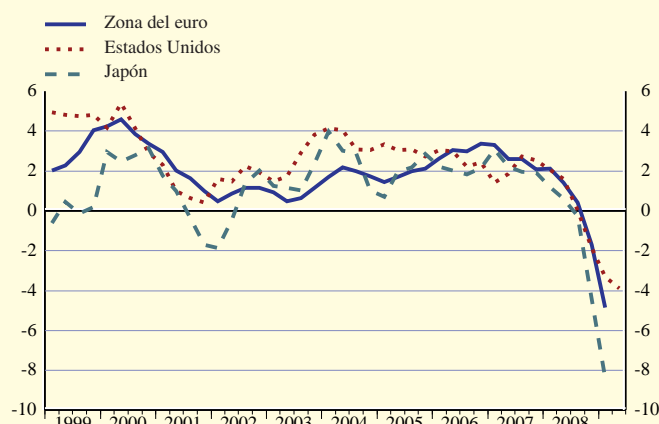
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 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) <sup>3)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>4)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2005	3,4	2,2	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	4,39	1,4708	-5,9	56,8
2008 II	4,4	0,2	1,6	-0,9	5,4	6,5	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
2008 III	5,3	1,7	0,0	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
2008 IV	1,6	1,6	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 I	0,0	2,2	-3,3	-14,0	8,1	9,5	1,24	3,03	1,3029	.	.
2009 II	-1,2	.	-3,9	-15,0	9,3	8,7	0,84	3,63	1,3632	.	.
2009 Mar	-0,4	-	-	-14,7	8,5	9,3	1,27	3,15	1,3050	-	-
2009 Abr	-0,7	-	-	-14,4	8,9	8,3	1,11	3,17	1,3190	-	-
2009 May	-1,3	-	-	-15,3	9,4	8,8	0,82	3,54	1,3650	-	-
2009 Jun	-1,4	-	-	-15,4	9,5	9,0	0,62	4,17	1,4016	-	-
2009 Jul	.	-	-	.	.	.	0,52	3,92	1,4088	-	-
Japón											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	.	.
2008 II	1,4	0,6	0,6	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	.	.
2008 III	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	.	.
2008 IV	1,0	4,4	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	.	.
2009 I	-0,1	.	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,24	122,04	.	.
2009 II	-1,0	.	.	-27,9	.	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
2009 Mar	-0,3	-	-	-34,2	4,8	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
2009 Abr	-0,1	-	-	-30,7	5,0	2,7	0,57	1,41	130,25	-	-
2009 May	-1,1	-	-	-29,6	5,2	2,7	0,53	1,38	131,85	-	-
2009 Jun	-1,8	-	-	-23,4	.	2,5	0,49	1,43	135,39	-	-
2009 Jul	.	-	-	.	.	.	0,43	1,39	133,09	-	-

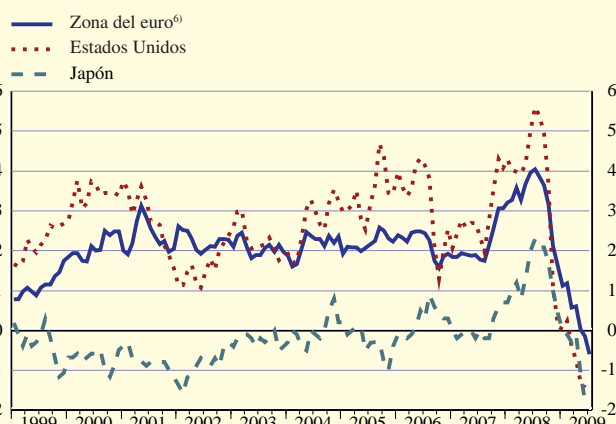
### C38 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



### C39 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



## LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C16	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C17	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C19	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C20	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C21	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C22	Nuevos depósitos a plazo	S43
C23	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C24	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C25	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C26	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C27	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C28	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C29	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C30	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C31	Cuenta corriente	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C35	Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C36	Tipos de cambio efectivos	S72
C37	Tipos de cambio bilaterales	S72
C38	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C39	Índices de precios de consumo	S75



## NOTAS TÉCNICAS

### RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ,  $C_t^M$  el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ,  $E_t^M$  el ajuste por variaciones del tipo de cambio y  $V_t^M$  otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](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 período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas f) o g).

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula g).

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en la 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. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajusta-

dos<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.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

##### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

##### CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre del 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operacio-

nes]. Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

#### RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nocionales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emi-

siones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$m) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes  $t$ . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos 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 l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## RELATIVAS AL CUADRO 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.

## RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y ser-

vicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

## RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y posiciones trimestrales ( $L_t$ ) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».



## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](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 5 de agosto de 2009.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos del 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir del 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.



En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

#### **PANORÁMICA GENERAL**

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

#### **ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA**

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2003, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno, donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado fi-

nanciero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la

partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo del 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre del 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>1</sup>, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

#### CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector

institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras de la zona del euro» [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hoga-

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

res en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 (es decir, el Euro-15 más Eslovaquia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión su-

perior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financie-

ras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están represen-



tados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998 se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>3</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de

automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo<sup>4</sup>. Desde enero del 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas a corto plazo la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 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) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>5</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) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>6</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

3 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 10 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>7</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>8</sup>. Se dispone del detalle de los 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 estadísti-

cas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.



a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>9</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 déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>10</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos

(CE) n° 501/2004 y n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

## OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)<sup>11</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>12</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)). El informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, que se basa en las recomendaciones del grupo de trabajo, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávit de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la

9 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

10 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero del 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con fines de presentación conjunta de datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran a efectos estadísticos no residentes en la zona, con independencia de donde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros y reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India y Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero del 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre del 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero del 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero del 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que, en gran medida, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. es parcialmente estimada a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la

distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio

en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborales. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 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) n.º 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre del 2008.

### TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel,

Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas. Se ha incluido por primera vez en la columna 26 el tipo de cambio de referencia de la rupia india frente al euro. No obstante, se considera que los datos anteriores al 1 de enero de 2009 son tipos de cambio indicativos.

### EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL 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 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

<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.



a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento del 2009, que concluirá el 20 de enero.

#### **15 DE OCTUBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final del 2009 (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre del 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

#### **6 DE NOVIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

#### **4 DE DICIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de

crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

#### **18 DE DICIEMBRE DE 2008**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento del 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

#### **15 DE ENERO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

#### **5 DE FEBRERO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

#### **5 DE MARZO DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta

sitarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final del 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final del 2009.

#### 2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

#### 7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones prin-

cipales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerdo, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

#### 4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

#### 2 DE JULIO Y 6 DE AGOSTO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.







## DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DEL 2008

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero del 2008. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre mayo y julio del 2009. Desde enero del 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones sólo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a [info@ecb.europa.eu](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 2007», abril 2008.

«Informe Anual 2008», abril 2009.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

### BOLETÍN MENSUAL, EDICIÓN ESPECIAL

«10º aniversario del BCE 1998-2008», mayo 2008.

### ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Evolución de la productividad y política monetaria», enero 2008.

«Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», enero 2008.

«Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», enero 2008.

«El análisis del mercado monetario de la zona del euro desde la perspectiva de la política monetaria», febrero 2008.

«La titulización en la zona del euro», febrero 2008.

«Las nuevas curvas de rendimientos de la zona del euro», febrero 2008.

«La inversión empresarial en la zona del euro y el papel de la situación financiera de las empresas», abril 2008.

«Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», abril 2008.

«Evolución de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», abril 2008.

«Estabilidad de precios y crecimiento», mayo 2008.

«Las operaciones de mercado abierto del Eurosistema durante el reciente período de volatilidad de los mercados financieros», mayo 2008.

«Una política monetaria y múltiples políticas fiscales para garantizar el buen funcionamiento de la UEM», julio 2008.

«El comercio de servicios en la zona del euro: algunos hechos estilizados clave», julio 2008.

«El Eurosistema presta asistencia técnica a las regiones vecinas a la UE», julio 2008.

«La dimensión externa del análisis monetario», agosto 2008.

«El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto 2008.

«Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», octubre 2008.

«Fusiones y adquisiciones bancarias transfronterizas e inversores institucionales», octubre 2008.

«Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», noviembre 2008.

«Valoración de los mercados de valores y prima de riesgo de las acciones», noviembre 2008.

«Diez años de TARGET y puesta en marcha de TARGET2», noviembre 2008.

«Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.  
 «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.  
 «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.  
 «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.  
 «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.  
 «Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.  
 «Composición funcional del gasto público en la unión europea», abril 2009.  
 «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.  
 «Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.  
 «Agencias de calificación crediticia: Evolución y cuestiones de política», mayo 2009.  
 «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.  
 «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.  
 «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.  
 «Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.  
 «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Disponible mensualmente desde agosto del 2003.

#### **DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS**

- 6 «The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law», S. Kerjean, junio 2008.
- 7 «Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects», P. Athanassiou y N. Mas-Guix, julio 2008.
- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.

#### **DOCUMENTOS OCASIONALES**

- 78 «A framework for assessing global imbalances», T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub, enero 2008.
- 79 «The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues», P. Moutot, A. Jung y F. P. Mongelli, enero 2008.
- 80 «China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?», M. Bussière y A. Mehl, enero 2008.
- 81 «Measuring financial integration in new EU Member States», M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis y S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 «The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation», L. Cappiello y G. Ferrucci, marzo 2008.
- 83 «The predictability of monetary policy», T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, marzo 2008.
- 84 «Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise», G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk y C. Van Nieuwenhuyze, mayo 2008.

- 85 «Benchmarking the Lisbon strategy», D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca y W. Coussens, mayo 2008.
- 86 «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach», M. M. Borys, É. K. Polgár y A. Zlate, junio 2008.
- 87 «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, junio 2008.
- 88 «Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia», S. Herrmann y A. Winkler, junio 2008.
- 89 «An analysis of youth unemployment in the euro area», R. Gómez-Salvador y N. Leiner-Killinger, junio 2008.
- 90 «Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts», M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi y N. Vidalis, julio 2008.
- 91 «The impact of sovereign wealth funds on global financial markets», R. Beck y M. Fidora, julio 2008.
- 92 «The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy», M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf y D. Peschel, julio 2008.
- 93 «Russia, EU enlargement and the euro», Z. Polański y A. Winkler, agosto 2008.
- 94 «The changing role of the exchange rate in a globalised economy», F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, septiembre 2008.
- 95 «Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», Grupo de expertos sobre retos relacionados con la estabilidad financiera en los países candidatos del Comité de Relaciones Internacionales, septiembre 2008.
- 96 «The monetary presentation of the euro area balance of payments», L. Bê Duc, F. Mayerlen y P. Sola, septiembre 2008.
- 97 «Globalisation and the competitiveness of the euro area», F. di Mauro y K. Forster, septiembre 2008.
- 98 «Will oil prices decline over the long run?», R. Kaufmann, P. Karadeloglou y F. di Mauro, octubre 2008.
- 99 «The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches», A. M. Agresti, P. Baudino y P. Poloni, noviembre 2008.
- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», un Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.

#### BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

1049 «Labour force participation in the euro area: a cohort-based analysis», A. Balleer, R. Gómez-Salvador y J. Turunen, mayo 2009.

- 1050 «Wealth effects on consumption: evidence from the euro area», R. M. Sousa, mayo 2009.
- 1051 «Are more data always better for factor analysis? Results for the euro area, the six largest euro area countries and the United Kingdom», G. Caggiano, G. Kapetanios y V. Labhard, mayo 2009.
- 1052 «Bidding behaviour in the ECB's main refinancing operations during the financial crisis», J. Eisenschmidt, A. Hirsch y T. Linzert, mayo 2009.
- 1053 «Inflation dynamics with labour market matching: assessing alternative specifications», K. Christoffel, J. Costain, G. de Walque, K. Kuester, T. Linzert, S. Millard y O. Pierrard, mayo 2009.
- 1054 «Fiscal behaviour in the European Union: rules, fiscal decentralisation and government indebtedness», A. Afonso y S. Hauptmeier, mayo 2009.
- 1055 «The impact of extreme weather events on budget balances and implications for fiscal policy», E. M. Lis y C. Nickel, mayo 2009.
- 1056 «The pricing of sub-prime mortgage risk in good times and bad: evidence from the ABX.HE indices», I. Fender y M. Scheicher, mayo 2009.
- 1057 «Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects?», F. Skudelny, mayo 2009.
- 1058 «National prices and wage-setting in a currency union», M. Sánchez, mayo 2009.
- 1059 «Forecasting the world economy in the short term», A. Jakaitiene y S. Dées, junio 2009.
- 1060 «What explains global exchange rate movements during the financial crisis?», M. Fratzscher, junio 2009.
- 1061 «The distribution of households' consumption-expenditure budget shares», M. Barigozzi, L. Alessi, M. Capasso y G. Fagiolo, junio 2009.
- 1062 «External shocks and international inflation linkages: a global VAR analysis», A. Galesi y M. J. Lombardi, junio 2009.
- 1063 «Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe», A. Popov y P. Roosenboom, junio 2009.
- 1064 «Does it pay to have the euro? Italy's politics and financial markets under the lira and the euro», M. Fratzscher y L. Stracca, junio 2009.
- 1065 «Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility», M. D. Pariès y S. Moyen, junio 2009.
- 1066 «Universal banks and corporate control: evidence from the global syndicated loan market», M. A. Ferreira y P. Matos, julio 2009.
- 1067 «The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United State and the euro area», R. Duarte y C. R. Marques, julio 2009.
- 1068 «Asset price misalignments and the role of money and credit», D. Gerdesmeier, H. E. Reimers y B. Roffia, julio 2009.
- 1069 «Housing finance and monetary policy», A. Calza, T. Monacelli y L. Stracca, julio 2009.
- 1070 «Monetary policy committees: meetings and outcomes», J. M. Berk y B. K. Beirut, julio 2009.
- 1071 «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», L. Agnello y L. Schuknecht, julio 2009.
- 1072 «How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis», I. Vansteenkiste, julio 2009.
- 1073 «Can non-linear real shocks explain the persistence of PPP exchange rate disequilibria?», T. Peltonen, M. Sager y A. Popescu, julio 2009.
- 1074 «Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data», P. Lünemann y L. Wintr, julio 2009.
- 1075 «Bank risk and monetary policy», Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibañez, julio 2009.

1076 «Optimal monetary policy in a new Keynesian model with habits in consumption», C. Leith, I. Moldovan y R. Rossi, julio 2009.

#### OTRAS PUBLICACIONES

«Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).

«Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).

«The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).

«Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).

«ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2008.

«Financial Stability Review», junio 2008.

«Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.

«The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).

«Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.

«CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).

«Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.

«New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).

«28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, octubre 2008 (sólo en Internet).

«A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008», noviembre 2008.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro. Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosystem», noviembre 2008.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of 'legally and operationally located in the euro area'», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Zona Única de Pagos en Euros - Sexto Informe», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2008.

«Covered bonds in the EU financial system», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (sólo en Internet).

«Euro money market study 2008», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Eurosystem oversight policy framework», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (sólo en Internet).

«European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution», febrero 2009 (sólo en Internet).

«Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Eurosystem’s SEPA expectations», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (sólo en Internet).

«EU banks’ funding structures and policies», mayo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (sólo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (sólo en Internet).

«The ECB’s advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (sólo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2009.

#### **FOLLETOS INFORMATIVOS**

«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», abril 2008.

«Price stability – why is it important for you?», junio 2008.

- «A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.  
«The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks», abril 2009.  
«Price stability – why is it important for you?», abril 2009.  
«The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», julio 2009.





## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](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.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Comercio exterior de bienes:** Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta financiera:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** Un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Deuda (Administraciones Públicas):** La deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** Préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período.

**Deuda pública 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 (CEPB):** Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar

índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

**Exigencia de reservas:** Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

**Facilidad marginal de crédito:** Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

**Factores autónomos de liquidez:** Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** Un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operación de financiación a plazo más largo:** Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

**Operación principal de financiación:** Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Otras inversiones:** Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** Total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** La producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** El valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones

Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** La proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** La proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** La remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Euro-sistema.

**Saneamiento parcial:** Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Subasta a tipo de interés fijo:** Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés variable:** Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida puján tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.



**Tipos de interés de las IFM:** Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo mínimo de puja:** Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

**Vacantes:** Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** Tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** Representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad implícita:** La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, han adoptado el euro como moneda única.