



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
OCTUBRE**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2000





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 2009

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

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

© Banco Central Europeo, 2009

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

Télex

411 144 ecb d

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

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

*La recepción de información estadística
para elaborar este Boletín se ha cerrado
el 7 de octubre de 2009.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	15
Precios y costes	41
Producto, demanda y mercado de trabajo	50
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	61
Recuadros	
1 Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro	19
2 Resultados de la primera ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»	36
3 Tendencias recientes del IAPC excluidos los alimentos y la energía	43
4 Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro	51
5 Relaciones entre el producto y el desempleo en la zona del euro	58
ARTÍCULOS	
La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro	69
Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón	89
Desarrollo financiero en las economías emergentes: Valoración e implicaciones de política económica.	105
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2008	V
Glosario	XIII

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes Laborales Unitarios de las Manufacturas
CLUT	Costes Laborales Unitarios del Total de la Economía
NACE 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 8 de octubre 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. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. La información y los análisis disponibles desde la última reunión celebrada a principios de septiembre han confirmado la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Aunque, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue ligeramente negativa en septiembre, se espera que en los próximos meses vuelva a ser positiva y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, los últimos datos respaldan asimismo la opinión del Consejo de Gobierno de que la economía de la zona del euro está estabilizándose y se espera que se recupere de forma gradual. No obstante, la incertidumbre sigue siendo alta. En cuanto a las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado que la expansión de los agregados monetarios y crediticios sigue moderándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

En lo que se refiere al análisis económico, los indicadores disponibles procedentes de las encuestas de opinión siguen señalando una estabilización de la actividad económica. En particular, la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. Además, tras la fuerte contribución negativa durante el primer semestre del 2009, se espera que el ciclo de existencias contribuya positivamente al crecimiento del PIB real durante el segundo semestre del año. Con todo, la incer-

tidumbre sigue siendo elevada y la volatilidad de los nuevos datos reclama una interpretación cautelosa de la información disponible. En conjunto, se espera que la recuperación avance a ritmo bastante irregular y aunque a corto plazo estará respaldada por diversos factores de naturaleza temporal, es probable que a medio plazo se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas se mantienen, en conjunto, equilibrados. Entre los riesgos al alza, los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas podrían ser mayores de lo esperado. La confianza también podría mejorar con más rapidez, el empeoramiento de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado anteriormente y la demanda externa podría ser más fuerte de lo previsto. Respecto a los riesgos a la baja, sigue existiendo la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda 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 corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En lo que concierne a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en septiembre en el $-0,3\%$, frente al $-0,2\%$ registrado en agosto. La actual tasa negativa de inflación es acorde con las expectativas previas, y refleja principalmente efectos de base resultantes de las variaciones que los precios mundiales de las materias primas registraron hace un año. Además, como consecuencia de estos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual retomarán valores positivos en los próximos meses. Con posterioridad, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, se espera que la inflación permanezca en niveles positivos y que la evolución de precios y costes continúe siendo muy

moderada como reflejo de la atonía actual de la demanda en la zona del euro y en otros países. En este contexto, es importante reiterar que las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para estas perspectivas están, en general, equilibrados y se refieren, en particular, a las perspectivas de actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas. 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 respecta al análisis monetario, los últimos datos confirman que el crecimiento del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios sigue siendo débil. En agosto, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado descendieron nuevamente hasta mínimos históricos, situándose en el 2,5% y el 0,1%, respectivamente. Esta desaceleración simultánea del crecimiento monetario y crediticio confirma la evaluación previa del Consejo de Gobierno de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente y las presiones inflacionistas a medio plazo son moderados.

La desaceleración del crecimiento interanual de M3 ha continuado estando acompañada de una intensificación del crecimiento interanual de M1, que ascendió en agosto hasta el 13,6%. La fortaleza de M1 refleja el hecho de que la disminución de los diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo ha favorecido los desplazamientos de fondos desde, en particular, depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día. Al mismo tiempo, la fuerte pendiente de la curva de rendimientos podría haber fomentado los desplazamientos desde instrumentos incluidos en M3 hacia depósitos a largo plazo y valores no incluidos en M3.

El flujo total de préstamos bancarios al sector privado no financiero siguió siendo muy moderado

en agosto. Los datos más recientes sugieren que el descenso del crecimiento del préstamo a los hogares ha tendido a estabilizarse en tasas reducidas de expansión. En el caso de las sociedades no financieras, el flujo de préstamos fue ligeramente positivo en agosto, tras varios meses de flujos negativos. Haciendo abstracción de la volatilidad de los datos intermensuales, el crecimiento de los préstamos sigue siendo muy débil. Este comportamiento es compatible con el desfase que suele observarse entre las tendencias de la actividad económica y la evolución de los préstamos concedidos a empresas. En este sentido, considerando los bajos niveles que registran la producción y los intercambios comerciales, conjuntamente con la actual incertidumbre relativa a las perspectivas empresariales, parece probable que la evolución de los préstamos concedidos a sociedades no financieras siga siendo débil durante los próximos meses. Al mismo tiempo, la mejora actual de las condiciones financieras debería respaldar la demanda de crédito en los próximos meses. En un contexto de retos muy exigentes, las entidades de crédito deberían adoptar medidas apropiadas para seguir reforzando sus bases de capital y, cuando resulte necesario, aprovechar plenamente las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar al sector financiero, especialmente en lo que se refiere a su recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. La información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno celebrada a principios de septiembre han confirmado su anterior valoración. Aunque, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fue ligeramente negativa en septiembre, se espera que en los próximos meses vuelva a ser positiva y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, los últimos datos refuerzan la opinión del Consejo de Gobierno de que la economía de la zona del euro está estabilizándose y se espera que se recupere de forma gradual. No obstante, la incertidumbre sigue siendo alta. En cuanto a las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, siguen firmemente ancladas

en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado que los agregados monetarios y crediticios siguen moderándose. En este contexto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las decisiones de política monetaria, el Consejo de Gobierno espera que los efectos plenos de las medidas adoptadas se noten en la economía de forma progresiva. Por tanto, con todas las medidas adoptadas, incluida la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a doce meses efectuada el 30 de septiembre, la política monetaria está prestando un fuerte y continuado soporte a la economía. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno macroeconómico, puedan revertirse las medidas adoptadas en el momento oportuno y se absorba la liquidez proporcionada, a fin de poder contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo. Con ello, el Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

Por lo que respecta a la política fiscal, la necesidad de elaborar estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas y realistas es cada vez más perentoria. Resulta imprescindible que los gobiernos adopten medidas estructurales concretas y que comuniquen de forma convincente su compromiso de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Asimismo, los gobiernos deberían formular planes de saneamiento conformes a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Creci-

miento, y garantizar que el saneamiento comenzará tan pronto como sea posible y, en todo caso, cuando comience la recuperación. Estos planes deberían verse acompañados de un refuerzo de los marcos presupuestarios nacionales. Los esfuerzos de consolidación deberían intensificarse en el 2011 y 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. Considerando el rápido incremento de las ratios de gasto público y las mayores presiones previstas sobre el gasto, debidos al aumento de la carga de intereses y de los costes relacionados con el envejecimiento de la población, las medidas estructurales de todos los países deberían orientarse hacia el lado del gasto.

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

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primero analiza la política monetaria y la oferta de préstamos en la zona

del euro. El segundo, presenta la evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón. En el tercer

artículo se examina el desarrollo financiero en las economías emergentes y las implicaciones para la política monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores más recientes sugieren, cada vez más, que la notable contracción de la actividad económica ha llegado a su fin, especialmente en las principales economías emergentes, así como en varias economías avanzadas. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales siguen siendo bajas, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Los indicadores más recientes sugieren, cada vez más, que la notable contracción de la actividad económica ha llegado a su fin, especialmente en las principales economías emergentes, así como en varias economías avanzadas. En septiembre, el Índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) registró el valor más alto observado desde diciembre del 2007, lo que indica una expansión de la actividad económica mundial. La producción del sector manufacturero siguió creciendo a un ritmo más rápido que en el sector servicios, aunque aumentó más lentamente que en el mes anterior.

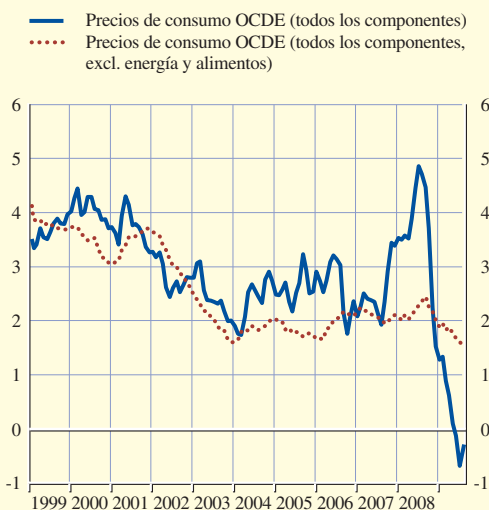
Las tasas de inflación mundiales siguen siendo bajas, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, el IPC general se redujo un 0,3% en el año transcurrido hasta agosto del 2009, frente a la caída del 0,6% registrada en julio. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 1,5% en agosto del 2009 (véase gráfico 1). Como indica el Índice general de precios (PMI) de los consumos intermedios, los precios de adquisición aumentaron en el sector manufacturero en septiembre, mientras que, en el sector servicios, se redujeron los costes.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica parece haberse estabilizado. Según las estimaciones revisadas de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real se contrajo un 0,7%, en tasa anualizada, en el segundo trimestre del 2009, menos de lo estimado con anterioridad. La contracción en el segundo trimestre, que sigue a una caída mucho más pronunciada del 6,4% en el primer trimestre, se debió principalmente a las contribuciones negativas de la inversión en existencias, la inversión privada en capital fijo y el consumo privado. El gasto público y el descenso de las importaciones contribuyeron positivamente al crecimiento en el segundo trimestre. De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento del PIB han mejorado recientemente. Si bien las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas y se mantiene la debilidad del mercado de trabajo, los datos recientes sugieren mejoras en el mercado de la vivienda y en el sector manufacturero. Además, las medidas de estímulo adoptadas por el gobierno continúan brindando un apoyo sustancial a la economía.

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, el índice de precios de consumo registró una caída del 1,5% en el año transcurrido hasta agosto del 2009, tras un descenso del 2,1% en el año transcurrido hasta julio. Las tasas de inflación negativas siguen estando determinadas, principalmente, por la bajada de los precios de la energía en comparación con el año anterior. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se situó en el 1,4% en agosto, frente al 1,5% de julio. De cara al futuro, los efectos de base relacionados con la evolución de los precios de la energía se irán revirtiendo gradualmente en los próximos meses y es probable que las tasas de inflación general vuelvan a registrar cifras positivas. No obstante, se prevé que la capacidad productiva sin utilizar limite la presión alcista sobre los precios.

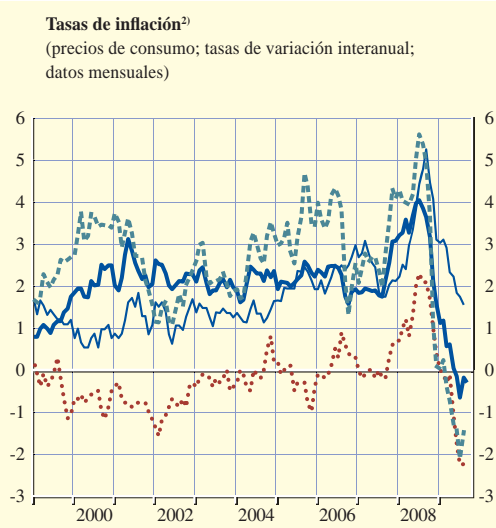
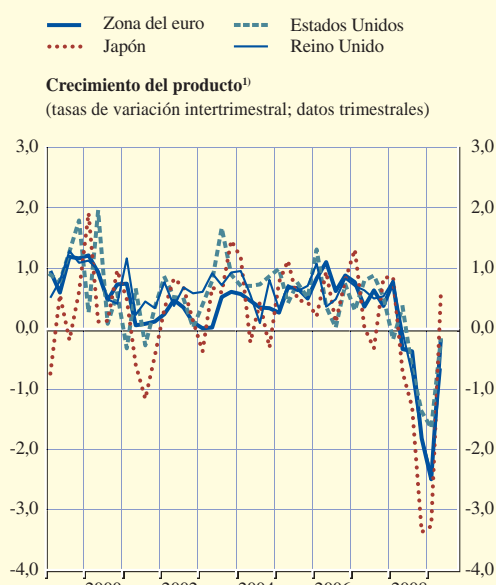
El 23 de septiembre de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. En el comunicado emitido después de la reunión, el Comité reconoce la mejora de las perspectivas económicas señalando que, a juzgar por los nuevos datos disponibles, la actividad económica se ha recuperado tras la fuerte desaceleración.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica comenzó a recuperarse en el segundo trimestre del 2009, mientras que las tasas de inflación interanual siguieron siendo negativas. Según indica la segunda estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno, el PIB real creció un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, cifra inferior a la estimada anteriormente y que contrasta con un descenso del 3,3% en el trimestre anterior. La recuperación tiene su origen, principalmente, en un aumento de la demanda exterior neta. Según la encuesta Tankan del Banco de Japón, la confianza de las empresas manufactureras creció notablemente en el tercer trimestre pero se mantuvo en niveles bajos. Además, las perspectivas respecto al gasto y la rentabilidad siguieron siendo débiles.

La inflación interanual medida por el IPC siguió siendo negativa en agosto (-2,2%) y no experimentó variación con respecto a julio. Ello se debió, principalmente, a la brecha de producción y a efectos de

Gráfico 2 Principales indicadores de las economías más industrializadas



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.
1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.
2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

base derivados de la subida de los precios de la energía del pasado año. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, también se mantuvo estable en el -0,9%, interanual en agosto.

En su reunión de 17 de septiembre de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la caída del PIB real se moderó en el segundo trimestre del 2009 situándose en un -0,6%, en tasa intertrimestral, frente al -2,5% registrado en el primer trimestre. El consumo privado y la formación bruta de capital fijo siguieron contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB, aunque en menor medida que en el primer trimestre, mientras que el consumo público, la demanda exterior neta y, especialmente, la acumulación de existencias contribuyeron positivamente. Los indicadores de corto plazo sugieren una nueva mejora de la actividad económica en el tercer trimestre. Las condiciones del mercado de la vivienda han mejorado en los últimos meses. Concretamente, se han aprobado más hipotecas y los precios de la vivienda han registrado un ligero aumento en tasa intermensual. La inflación interanual, medida por el IAPC se redujo hasta el 1,6% en agosto y el Banco de Inglaterra prevé que se mantenga por debajo del objetivo del 2% en el corto plazo. El 10 de septiembre, el Comité de Política Monetaria decidió mantener en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. Además, la institución siguió adelante con el programa de compras de activos por importe de 175 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

La situación económica también mejoró en el segundo trimestre en la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro; el ritmo de desaceleración del PIB real se moderó en la mayoría de los países y algunos registraron crecimiento positivo. En Suecia, el PIB real se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, lo que representa una notable mejora en comparación con un descenso del 0,9% en el primer trimestre. Sin embargo, en Dinamarca, el PIB real experimentó una contracción del 2,6%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, en comparación con una reducción del 1,3% en el primer trimestre. El descenso más acusado del PIB en el segundo trimestre se debió, en parte, a efectos de base derivados de un significativo y transitorio incremento de la formación bruta de capital fijo relacionado con la instalación de plataformas petroleras en el primer trimestre. En conjunto, en los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha reducido en ambos países, situándose en el 1,9% en Suecia y en el 0,7% en Dinamarca en agosto del 2009. El 25 de septiembre de 2009, el Danmarks Nationalbank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,25%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Oriental y Central, los indicadores recientes apuntan una cierta mejora de la actividad económica. En el segundo trimestre del 2009, el PIB real experimentó una contracción más lenta que en el trimestre anterior en Hungría y Rumanía (-2,0% y -1,1%, respectivamente, en tasa intertrimestral). Al mismo tiempo, el PIB real creció un 0,1% en la República Checa y un 0,5% en Polonia. Las señales recientes de estabilización de la actividad económica se deben, en parte, a factores transitorios, como el aumento de la demanda exterior como consecuencia del impacto de los planes de sustitución de automóviles en algunos países de la zona del euro. En agosto del 2009, los precios de consumo se mantuvieron estables en comparación con los niveles de hace un año en la República Checa, mientras que la inflación medida por el IAPC en Hungría, Rumanía y Polonia se mantuvo entre el 4% y el 5%. El 28 de septiembre de 2009, el Magyar Nemzeti Bank decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%.



ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La recuperación ha continuado en las economías emergentes de Asia, aunque, en algunos casos, el ritmo parece haberse ralentizado un poco recientemente. Aunque los planes de estímulo fiscal, la política monetaria acomodaticia y el aumento de los precios de los activos han respaldado la demanda interna, la recuperación del comercio exterior ha sido considerablemente más lenta. Tanto las importaciones como las exportaciones se sitúan claramente por debajo de los niveles observados en el verano del 2008. Además, si bien las variaciones interanuales de los precios de consumo siguen siendo negativas en varios países, los datos recientes indican un gradual retorno a las tasas de inflación positivas.

En China, los indicadores mensuales sugieren que el crecimiento económico siguió siendo sólido en el tercer trimestre del 2009. Aunque el crecimiento dependió, en gran medida, de los planes de estímulo fiscal y del impulso resultante a la inversión en infraestructura, el crecimiento de la inversión privada también registró una aceleración, debido principalmente a la mejora de las perspectivas en el sector inmobiliario. Si bien el crecimiento de la inversión se tradujo en un aumento de las importaciones de materias primas en China, la recuperación de las exportaciones ha sido mucho más lenta. La política monetaria acomodaticia y las medidas de estímulo fiscal se han reflejado en un mayor crecimiento del crédito. En agosto del 2009, el saldo de los préstamos se situaba un 33% por encima del nivel registrado un año antes. Las variaciones interanuales de los precios de consumo han seguido siendo negativas, aunque el ritmo de descenso se redujo desde el -1,8% en julio hasta el -1,2% en agosto.

AMÉRICA LATINA

Aunque la situación económica general de América Latina ha venido mejorando, en lo que respecta a las tasas de crecimiento, se observa cierta heterogeneidad entre las principales economías. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas han seguido remitiendo en la mayoría de las economías.

En Brasil, la actividad económica registró una notable recuperación en el segundo trimestre, con un incremento del PIB real del 1,9% en comparación con el trimestre anterior. En agosto, la inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo hasta el 4,3%, en comparación con el 4,5% de julio. En Argentina, el PIB real registró una expansión del 1,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre, frente al 2,6% del primer trimestre. La inflación interanual, medida por los precios de consumo, se elevó hasta el 5,9% en agosto. En México, la actividad parece haber llegado a un punto de inflexión tras la acusada contracción observada durante el primer semestre del año. La producción industrial se redujo un 7% en tasa interanual en julio, tras las caídas de dos dígitos de los dos meses anteriores. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se moderaron de nuevo, situándose la inflación interanual, medida por los precios de consumo, en un 5,1% en agosto, frente al 5,4% de julio.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se mantuvieron, en general, estables en septiembre y en los primeros días de octubre (véase gráfico 3). El 7 de octubre, el precio del barril de Brent ascendía a 68,9 dólares estadounidenses (un 74% por encima del nivel registrado a comienzos del 2009). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más elevados a medio plazo; actualmente, los futuros con entrega en diciembre del 2011 se negocian en torno a 78 dólares estadounidenses.

La Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza en varias ocasiones las proyecciones de la demanda de petróleo en el 2009 y el 2010, especialmente para América del Norte y los países de Asia no pertenecientes a la OCDE. No obstante, la mejora prevista de la situación de la demanda mundial

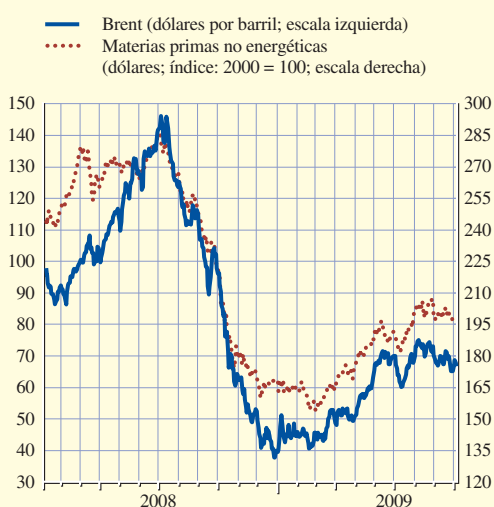
todavía no se ha traducido en una reducción de las existencias, que todavía se sitúan en máximos récord, especialmente en Estados Unidos. Por lo que respecta a la oferta, el moderado descenso de la producción de petróleo en los países no pertenecientes a la OPEP se compensó con un incremento de la producción en los países que integran esa organización.

Los precios de las materias primas no energéticas también se mantuvieron, en general, estables en septiembre. Tras la sustancial moderación observada en los últimos meses, los precios de los alimentos registraron algunos aumentos, sobre todo el maíz, que se vio afectado por las desfavorables condiciones meteorológicas en las regiones del Medio Oeste de los Estados Unidos. Por el contrario, los precios de los metales se redujeron en un contexto de inquietud en los mercados ante la posibilidad de que el proceso de reposición de existencias en China, que ha respaldado la demanda en los últimos meses, haya llegado a su fin. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, aproximadamente un 19% por encima del nivel observado a principios de año.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los datos más recientes sobre comercio exterior indican que el comercio mundial podría haber repuntado en el tercer trimestre, respaldando así las perspectivas a corto plazo de la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro. Los indicadores adelantados también sugieren que la actividad económica mundial está dando señales de recuperación. En julio, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE apuntaban a una recuperación económica generalizada en la mayoría de los países que integran esta organización (véase gráfico 4). En cuanto a las economías emergentes, los indicadores correspondientes mostraban señales más evidentes de recuperación que en los últimos meses.

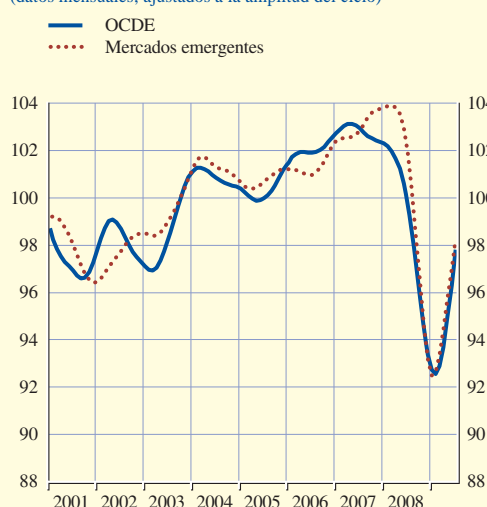
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

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.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, los riesgos para la actividad continúan prácticamente equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez y el deterioro de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado. En cuanto a los aspectos negativos, sigue preocupando la posibilidad de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero sea más intensa y persistente de lo previsto 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 corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de agosto indican que la tasa de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado continuó descendiendo de modo paralelo, lo que confirma la moderación de la tasa de crecimiento monetario subyacente. Ese mes, el flujo de préstamos al sector privado no financiero fue positivo, aunque contenido. Hasta ahora, la pauta de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras ha seguido siendo acorde con patrones históricos en relación con el ciclo económico. En cuanto a la situación de financiación de las IFM, la evolución de los depósitos a largo plazo y de los valores distintos de acciones en agosto sugiere que las entidades de crédito han conseguido obtener financiación a plazos de vencimiento más largos. Si se consideran los tres meses transcurridos hasta agosto, el proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro parece haber perdido algo de fuerza, aunque este sector siguió reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

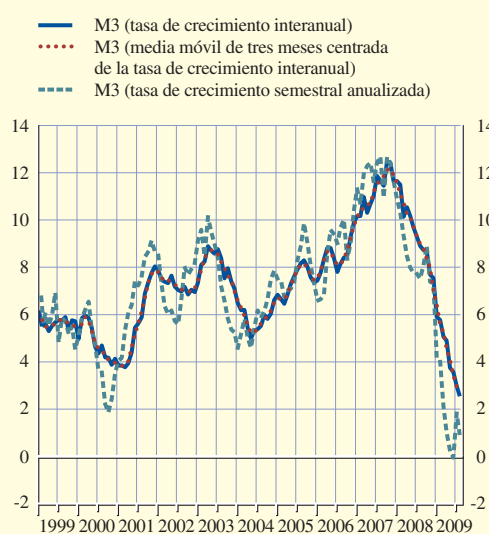
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 continuó descendiendo en agosto y se situó en el 2,5%, frente al 3% de julio (véase gráfico 5). En términos intermensuales, M3 no se modificó en agosto, y las tasas de crecimiento a corto plazo de este agregado monetario parecen haberse estabilizado en un nivel moderado. Los tipos de interés siguieron influyendo considerablemente en la evolución monetaria. Por un lado, la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos está propiciando salidas de los activos monetarios y hace que la disminución del crecimiento de M3 sobrevalore la caída del crecimiento monetario subyacente. Por otro, la reducción del diferencial entre los tipos de interés que se aplican a los distintos depósitos a corto plazo está provocando desplazamientos desde los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables hacia los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado también continuó disminuyendo en agosto. El flujo mensual fue negativo, pero esto fue íntegramente atribuible a la evolución de los préstamos concedidos a los intermediarios financieros no monetarios. En cambio, ese mes, el crédito otorgado al sector privado no financiero fue positivo, aunque moderado. Hasta ahora, la pauta de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras ha sido acorde con patrones históricos en lo que respecta a la relación entre los préstamos de las IFM y la fase actual del ciclo económico. Además, la debilidad observada en los préstamos de las IFM al sector privado no financiero se debe, en gran parte, al todavía elevado grado de incertidumbre existente en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Estos factores reducen la demanda de préstamos, pero también influyen en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios y en su disposición y capacidad para conceder préstamos, como también se ha confirmado en los resultados de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro realizada por el BCE en colaboración con la Comisión Europea (véase recuadro 2).

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Por lo que se refiere a la financiación de las entidades de crédito, las operaciones de liquidez a un año del Eurosistema les proporcionó abundante liquidez a corto plazo y les permitió dedicarse a reforzar la financiación a más largo plazo. En cuanto a la financiación mediante la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, es probable que el programa de adquisición de bonos garantizados (*covered bonds*) del Eurosistema haya tenido un efecto positivo. Como reflejo de la situación por el lado de la financiación, en agosto, el sector de las IFM no redujo los principales activos que mantiene. Si se consideran los tres meses transcurridos hasta agosto, el proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro parece haber perdido algo de fuerza, aunque este sector ha seguido reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en agosto estuvo determinado por el menor crecimiento de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2). Esta disminución quedó compensada, en parte, por el aumento del crecimiento interanual de M1 (efectivo en circulación y depósitos a la vista).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó de nuevo y se situó en el 13,6% en agosto, frente al 12,1% observado el mes anterior (véase cuadro 1). Este aumento fue consecuencia de las considerables entradas mensuales registradas en los depósitos a corto plazo y de flujos mensuales hacia el efectivo en circulación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista volvió a disminuir y se situó en el -4,1% en agosto, frente al -2,7% registrado en julio. La evolución de los componentes 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

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jul	2009 Ago
M1	46,6	0,7	2,7	5,3	8,0	12,1	13,6
Efectivo en circulación	7,9	7,5	12,4	13,6	13,2	12,5	13,2
Depósitos a la vista	38,8	-0,6	0,8	3,6	6,9	12,1	13,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,6	19,1	15,8	9,3	3,0	-2,7	-4,1
Depósitos a plazo hasta dos años	22,1	37,6	29,0	12,9	-0,8	-12,1	-15,1
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,5	-1,7	-0,5	4,5	8,6	12,3	13,7
M2	87,2	9,2	8,9	7,2	5,5	4,7	4,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,8	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-6,8	-9,9
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,0	2,5
Crédito a residentes en la zona del euro		9,1	7,4	5,9	4,3	3,3	2,8
Crédito a las Administraciones Públicas		0,6	1,7	5,6	8,4	10,9	11,5
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,1	2,9	2,3	1,5	2,4	3,6
Crédito al sector privado		10,9	8,6	6,0	3,5	1,8	1,1
Préstamos al sector privado		9,1	7,4	4,6	2,2	0,7	0,1
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		10,1	8,5	6,1	3,6	1,9	1,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,3	1,2	1,8	2,7	3,2	3,8

Fuente: BCE.

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

ahorro a corto plazo) aumentó de nuevo en agosto, este incremento quedó sobradamente compensado por la caída de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años (esto es, los depósitos a corto plazo), que experimentó un notable descenso, hasta el $-15,1\%$, desde el $-12,1\%$ del mes anterior.

La evolución de las distintas clases de depósitos a corto plazo es acorde con la reducción del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran estos depósitos y que, en particular, propició salidas desde los depósitos a corto plazo hacia los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro a corto plazo. Esta evolución es atribuible al hecho de que, si se consideran los datos disponibles sobre los tipos de interés aplicados por las IFM, el tipo aplicado a los depósitos a corto plazo ha experimentado un descenso más acusado que los de las otras dos modalidades de depósito. También es posible que se haya producido un aumento de los fondos asignados a activos financieros no incluidos en M3, ya que la mayor inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos observada desde el final del año pasado ha aumentado el atractivo de estos instrumentos a largo plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió disminuyendo y se situó en el $-9,9\%$ en agosto, frente al $-6,8\%$ de julio. En cuanto a los componentes de estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM que mantienen los sectores tenedores de dinero (esto es, valores distintos de acciones hasta dos años) continuó en niveles negativos y fue del $-43,9\%$ en agosto, en relación con el $-38,6\%$ de julio. En tasa intermensual, los residentes y los no residentes en la zona del euro redujeron sus tenencias de este tipo de valores en agosto, mientras que las IFM las incrementaron. Las cesiones temporales del sector tenedor de dinero también disminuyeron de manera significativa en términos intermensuales; no obstante, esto fue resultado, en gran parte, de la reducción del volumen de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de una entidad de contrapartida central. El hecho de que estas entidades se clasifiquen como pertenecientes al sector de otros intermediarios financieros hace que estas operaciones influyan en las tenencias de cesiones temporales de este sector. Por último, las participaciones en fondos del mercado monetario fueron los únicos instrumentos negociables en los que se registraron entradas positivas en agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle por sectores, siguió cayendo en agosto y se situó en el $3,1\%$, frente al $3,6\%$ de julio. El sector hogares fue el principal impulsor de este descenso, aunque continuó siendo el que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos de M3. En cambio, la contribución de las sociedades no financieras ha aumentado en los últimos meses. En términos intermensuales, en agosto se registró un flujo reducido hacia los depósitos de M3 del sector hogares. Al mismo tiempo, tras la serie de reducciones observada a principios de año, este sector continuó aumentando sus tenencias de depósitos de M3 en agosto. Los intermediarios financieros no monetarios también incrementaron sus tenencias de estos depósitos en agosto, tras las cuantiosas salidas del mes anterior.

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 se redujo hasta situarse en el $2,8\%$ en agosto, frente al $3,3\%$ de julio (véase cuadro 1). No obstante, esta evolución oculta un nuevo aumento del crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas, hasta el $11,5\%$ en agosto, desde el $10,9\%$ de julio, mientras que el crecimiento del crédito al sector privado disminuyó hasta el $1,1\%$, frente al $1,8\%$ del mes anterior. En ambos casos, en agosto se observaron flujos mensuales elevados asociados a las adquisiciones de valores distintos de acciones de los sectores público y privado por parte de las IFM.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito a este sector, volvió a descender y se situó en el 0,1% en agosto, desde el 0,7% registrado el mes precedente. En términos intermensuales, el flujo de préstamos de las IFM al sector privado fue negativo en agosto, reflejo de la nueva disminución de los préstamos a los intermediarios financieros, mientras que el crédito al sector privado no financiero se incrementó ligeramente.

En los últimos meses, las tasas de crecimiento intermensual de los préstamos al sector privado solo se han visto ligeramente afectadas por el efecto distorsionador de la eliminación de préstamos del balance en el contexto de las operaciones de titulización. Ciertamente, las operaciones de titulización fuera de balance o real han sido moderadas, tras un período de intensa actividad a finales del 2008 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 descenso de las operaciones de titulización puede ser atribuible a la caída de la demanda de las entidades de crédito de liquidez de los bancos centrales, tras la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año realizada por el Eurosistema a finales de junio, operación que sustituyó a otros tipos de instrumentos líquidos. No obstante, el impacto de la eliminación de préstamos del balance siguió prevaleciendo en las tasas de crecimiento interanual, y la diferencia entre las series anuales corregida y sin corregir se situó en 1,3 puntos porcentuales en agosto, frente a los 1,2 puntos porcentuales del mes anterior.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras siguió disminuyendo y se situó en el 0,7% en agosto, frente al 1,6% de julio (véase cuadro 2). Los datos de agosto confirman que, en general, los flujos de préstamos con plazos de vencimiento más largos (más de cinco años) se han mantenido en niveles positivos y han compensado, en cierta medida, los descensos observados en los préstamos a corto y a medio plazo, aunque estos datos registraron un reducido flujo mensual positivo de entrada en los préstamos hasta un año por primera vez desde noviembre del 2008. El hecho de que la evolución de los préstamos a corto plazo todavía sea moderada podría deberse a un proceso consistente en la sustitución de préstamos bancarios a corto plazo por préstamos a largo plazo por parte de las empresas, con el fin de asegurarse unos niveles reducidos de los tipos de interés

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 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jul	2009 Ago
Sociedades no financieras	44,3	12,8	11,3	8,2	4,7	1,6	0,7
Hasta un año	26,4	11,0	9,0	4,1	-2,4	-8,3	-8,9
De uno a cinco años	20,2	18,6	16,0	12,5	9,9	6,1	3,9
Más de cinco años	53,4	11,8	10,8	8,8	6,8	5,5	5,0
Hogares²⁾	45,6	3,9	2,8	1,0	0,0	-0,0	-0,2
Crédito al consumo ³⁾	12,9	4,4	3,2	1,3	-0,3	-1,0	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,4	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,1	-0,4
Otras finalidades	15,7	2,6	2,2	1,7	1,4	1,9	1,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-6,6	-6,5	-5,8	-2,4	-3,2	-8,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,3	22,3	14,5	7,6	1,0	-0,1	-1,0

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.

a largo plazo o (especialmente en el caso de las grandes empresas) préstamos bancarios por un aumento de las emisiones de valores en los mercados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares descendió hasta situarse en el $-0,2\%$ en agosto, frente a la tasa nula registrada en julio. No obstante, en términos intermensuales, se registraron flujos claramente positivos. Este descenso siguió siendo atribuible a la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda, que fue del $-0,4\%$ en agosto, desde el $-0,1\%$ de julio, reflejando, en gran parte, la moderación de los precios de la vivienda en muchos países de la zona del euro. No obstante lo anterior, la evolución reciente confirma que, en los últimos meses, la evolución a la baja de los préstamos a hogares se ha moderado, en consonancia con la fase actual del ciclo económico (véase el recuadro 1).

Recuadro 1

PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO DURANTE EL CICLO ECONÓMICO EN LA ZONA DEL EURO

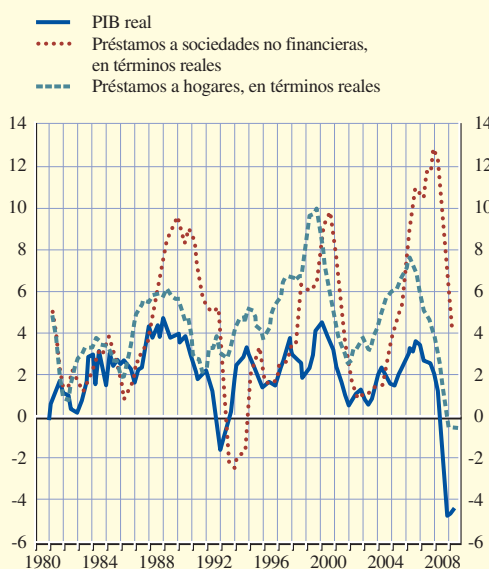
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado no financiero ha seguido desacelerándose en los últimos meses, si bien esta evolución oculta tendencias diferentes en los distintos sectores. En el caso de las sociedades no financieras, el crecimiento de los préstamos ha mantenido una trayectoria descendente, mientras que en el caso de los hogares, los anteriores movimientos a la baja que registró el crecimiento de los préstamos se han estabilizado en los últimos meses. Las diferencias en el momento en que se han producido los puntos de giro en la evolución de los préstamos a los distintos sectores a lo largo del ciclo económico corresponderían a regularidades históricas¹. La información disponible sugiere que la economía de la zona del euro se está estabilizando y se espera que se recupere a un ritmo gradual. Por consiguiente, en la coyuntura actual podría resultar especialmente interesante examinar la evidencia empírica sobre la evolución de los préstamos en el pasado. En este contexto, se presentan a continuación algunas regularidades empíricas respecto a la evolución del crecimiento de los préstamos sectoriales durante el ciclo económico y se hace referencia a la incertidumbre que las rodea.

Regularidades empíricas del crecimiento de los préstamos durante el ciclo económico

Desde principios de la década de los ochenta, la evolución del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares, en términos reales, parece haber estado muy acompasada a la del crecimiento del PIB real (véase gráfico A). Al mismo tiempo, se observan claras diferencias tanto en las fases como en la amplitud de estas series.

Gráfico A Crecimiento del PIB real y de los préstamos al sector privado no financiero, en términos reales

(tasas de variación interanual)



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

Fuentes: BCE y Eurostat.
Notas: Todas las variables se han deflactado por el deflactor del PIB. Datos trimestrales. La observación más reciente corresponde al segundo trimestre del 2009.

Regularidades empíricas de los préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro

Variable	Tasa de crecimiento media interanual	Correlación con el PIB real		Adelanto/retardo (+/-) del punto de giro respecto al PIB real (trimestres)
		Correlación máxima (%)	Adelanto/retardo (+/-) (trimestres)	
PIB real	2,0			
Préstamos a los hogares en términos reales	4,5	67	1	2
Préstamos a las sociedades no financieras en términos reales	4,5	70	-3	-3

Fuentes: BCE y Eurostat.

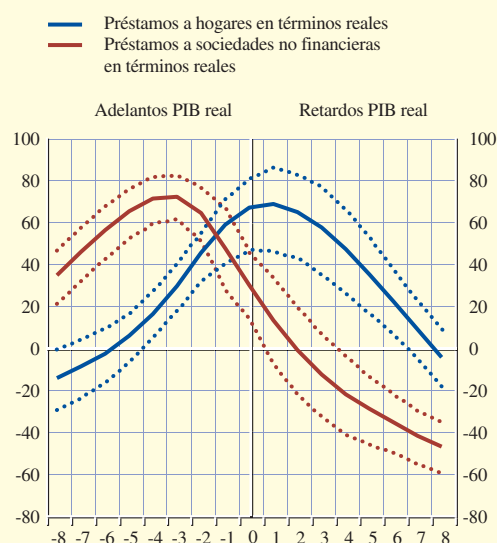
Nota: Los resultados se han obtenido a partir del período comprendido entre el segundo trimestre de 1980 y el segundo trimestre del 2009 y se basan en tasas de crecimiento interanual.

Como se muestra en el cuadro, el análisis de correlación sugiere que, en el caso de los hogares, el vínculo más sólido entre el crecimiento del PIB real y el crecimiento de los préstamos —un coeficiente de correlación del 67%— se establece con un adelanto medio de un trimestre para el crecimiento de los préstamos. En el caso de las sociedades no financieras, la relación más estrecha —un coeficiente de correlación del 70%— se da cuando el crecimiento de los préstamos se desfasa con respecto al ciclo en un promedio de tres trimestres. Estos desfases también se observan cuando se analizan detenidamente los puntos de giro. Para los préstamos a hogares, por ejemplo, el adelanto es de un trimestre en el caso de la correlación general y de dos para los puntos de giro. Este adelanto tiene su origen, principalmente, en el subcomponente préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito al consumo y los otros préstamos a hogares parecen presentar un ligero retardo respecto al ciclo.

Las regularidades reflejan los distintos factores de demanda y de oferta que determinan la evolución de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Por ejemplo, el ligero adelanto que se observa en los préstamos a los hogares podría explicarse por el hecho de que la caída tanto de los precios de la vivienda como de los tipos de interés durante una fase de desaceleración habitualmente incentiva a algunos hogares a reactivar la demanda de este tipo de préstamos cuando se afianzan las expectativas de recuperación. Por el contrario, el patrón de retardo de los préstamos a las sociedades no financieras podría reflejar la posibilidad de que las empresas utilicen en primer lugar sus recursos internos —dado que los flujos de caja aumentan durante la recuperación— y solo recurran a la financiación externa en última instancia. Por último, algunos factores por el lado de la oferta también pueden ser relevantes, como la posible preferencia de las entidades de crédito por incrementar primero sus préstamos a los hogares

Gráfico B Correlaciones con distintos adelantos/retardos: crecimiento de los préstamos reales a hogares y sociedades no financieras en relación con el crecimiento del PIB real

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Datos basados en las tasas de crecimiento interanual del período comprendido entre el segundo trimestre de 1981 y el segundo trimestre del 2009. Las líneas de puntos corresponden a las bandas de confianza, calculadas como el coeficiente de correlación más y menos el error estándar (calculado utilizando el procedimiento de amplitud de banda óptima de Newey y West). Véase también nota 2 del texto principal.

y no a las empresas durante la etapa de recuperación, dado que los préstamos a los hogares, especialmente los destinados a la adquisición de vivienda, están mejor garantizados.

Incertidumbre en torno a las regularidades empíricas

Al aplicar las regularidades antes mencionadas a la evaluación de una situación concreta, es importante conocer cuán frecuentes y acusadas pueden ser las desviaciones respecto al comportamiento medio. En otras palabras, es necesario determinar el nivel de incertidumbre que caracteriza a estas regularidades. A tal efecto, se presentan, a continuación, tres medidas: (i) bandas de confianza en torno a los coeficientes de correlación; (ii) correlaciones móviles, y (iii) adelantos o retardos en los puntos de giro a lo largo del tiempo.

En el gráfico B, las bandas de confianza en torno a las correlaciones dinámicas confirman que la correlación máxima entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos a los hogares en términos reales, por una parte, y a las sociedades no financieras, por otra, son significativamente positivas (es decir, significativamente mayores que cero desde un punto de vista estadístico)². No obstante, la correlación máxima entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos a los hogares con un adelanto de un trimestre es estadísticamente diferente de la correlación contemporánea, como puede observarse al comparar el valor de la correlación máxima con el valor más alto de la banda de confianza de la correlación contemporánea. Por el contrario, la correlación máxima entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos a las sociedades no financieras, en términos reales, con un retardo de tres trimestres es estadísticamente diferente de la correlación contemporánea³. Así pues, mientras que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras podría caracterizarse con seguridad como un indicador retardado del crecimiento del PIB real desde una perspectiva estadística, no ocurre otro tanto en cuanto al uso del crecimiento de los préstamos a los hogares en términos reales como indicador adelantado.

Los coeficientes de correlación móvil del gráfico C sugieren un nivel aceptable de estabilidad en la relación entre el crecimiento del PIB real y el de los préstamos sectoriales, dado que la correlación máxima en cada uno de los períodos se ha situado, en la mayoría de los casos, muy por encima del 60% desde los primeros años de la década de los ochenta⁴.

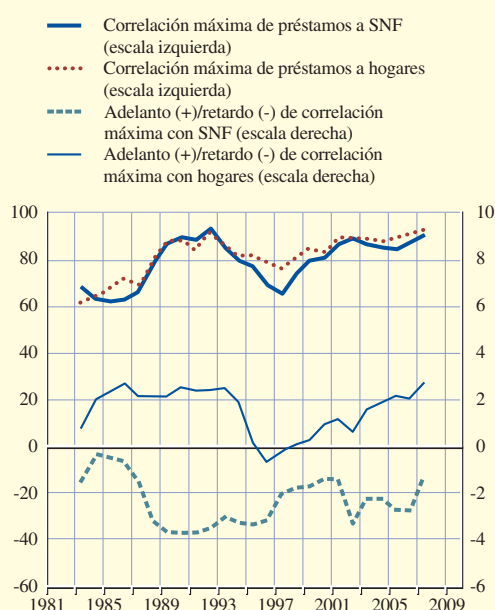
2 Las bandas de confianza se calcularon utilizando el método no paramétrico para obtener errores estándar de heterocedasticidad y autocorrelación consistentes como los descritos en W. Newey y K. West, «Automatic lag selection in covariance matrix estimation», *Review of Economic Studies*, vol. 61, 1994, pp. 631-653.

3 Obsérvese que estas conclusiones pueden extraerse con referencia a los límites de confianza relativos tanto a +/- el error estándar como a +/- dos veces el error estándar.

4 El período correspondiente a las correlaciones móviles es de tres años, que es la duración media entre los máximos de los ciclos de las series de crecimiento interanual consideradas. Se calcularon medias de cinco años para mostrar la evolución media a lo largo del tiempo.

Gráfico C Correlaciones móviles: crecimiento de los préstamos a hogares y a sociedades no financieras, en términos reales, en relación con el crecimiento del PIB real

(en porcentaje; trimestres)



Fuentes: BCE y Eurostat.

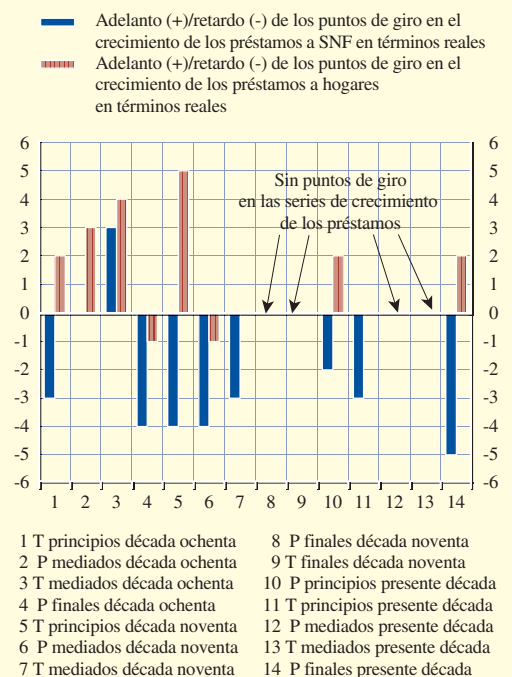
Notas: Todas las variables se han deflactado por el deflactor del PIB. Datos basados en las tasas de crecimiento interanual del período comprendido entre el segundo trimestre de 1981 y el segundo trimestre del 2009. Medias de cinco años de períodos de tres años. Las siglas «SNF» corresponden a sociedades no financieras.

Sin embargo, los adelantos y los retardos del crecimiento de los préstamos en los que se ha logrado esta correlación máxima parecen haber variado de forma más notable a lo largo del tiempo. Durante la segunda mitad de los años noventa, el crecimiento de los préstamos a los hogares en términos reales parece haber evolucionado de forma más sincronizada con el crecimiento del PIB real, mientras que, durante el resto del período, parece haberse adelantado. Por el contrario, el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras en términos reales parece haber ido constantemente a la zaga. Estos estadísticos sugieren que la relación entre el crecimiento de los préstamos y el del PIB real puede, a veces, desviarse significativamente de la evolución media.

Esta conclusión la corrobora además el hecho de que la relación de adelanto o de retardo en los puntos de giro varía con el tiempo (véase gráfico D). Por ejemplo, mientras que, en promedio, los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a los hogares tendían a adelantarse en casi dos trimestres a los máximos y a los mínimos en el crecimiento del PIB real, esta relación varió entre menos uno (es decir, un retardo de un trimestre) y más cinco (un adelanto de cinco trimestres)⁵. De la misma manera, mientras que los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras tendían, en promedio, a retardarse respecto a los máximos y mínimos en el crecimiento del PIB real en unos tres trimestres, esta relación varió entre menos cinco y más tres. Además, en ambos casos, algunos puntos de giro en el crecimiento del PIB real no tenían relación con los máximos y mínimos del crecimiento de los préstamos (como ocurrió a finales de la década de los noventa y mediados de la presente). No existe evidencia clara de una relación entre la desviación del adelanto o del retardo medio de los puntos de giro y la gravedad de las recesiones o la fuerza de las recuperaciones. Por una parte, examinando la experiencia de los primeros años de la década de los noventa, en los que se produjo la recesión más severa observada desde comienzos de la década de los ochenta, hasta la recesión más reciente registrada en la zona del euro, el adelanto del punto de inflexión de los préstamos a los hogares (cinco trimestres) y el retardo en los préstamos a sociedades no financieras (cuatro trimestres) marcan las desviaciones más acusadas para los mínimos. Por otra parte, los períodos de expansión más sólida, como los de finales de la década de los ochenta y principios de la del 2000 (cuando el crecimiento interanual del PIB real era de casi un 5%) no parecen haberse caracte-

Gráfico D Relaciones entre los puntos de giro en el crecimiento de los préstamos a hogares, el crecimiento de los préstamos a sociedades no financieras y el crecimiento del PIB, en términos reales

(trimestres)



5 Los puntos de giro se determinaron utilizando el llamado algoritmo de Bry-Boschan (véase G. Bry y C. Boschan, «Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs», NBER Technical Paper Series, n.º 20, National Bureau of Economic Research, 1971). Este algoritmo se aplica normalmente a indicadores de niveles para detectar las fases clásicas del ciclo económico, es decir, las expansiones y las recesiones. No obstante, también suele proporcionar resultados razonables para las tasas de crecimiento. Resultados muy similares se obtienen identificando los puntos de giro mediante simples reglas empíricas (basadas en supuestos relativos a la duración de las expansiones y las contracciones) o mediante enfoques de modelización más formales, como los modelos de cambio de régimen basados en cadenas de Markov.

Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Puntos de giro basados en el algoritmo de Bry-Boschan. Las siglas «SNF» corresponden a sociedades no financieras. «P» corresponde al máximo y «T» al mínimo.

rizado por desviaciones excepcionales en el adelanto y en el retardo de los correspondientes máximos de las variables de préstamo.

En conjunto, las regularidades históricas medias sugieren que el crecimiento interanual de los préstamos a los hogares en términos reales adelanta ligeramente al crecimiento del PIB real, pero que el crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras muestra un claro retardo respecto al del PIB real. Así pues, la opinión de que la economía de la zona del euro se está estabilizando y la anticipación de una recuperación gradual serían coherentes con la estabilización en curso del crecimiento de los préstamos a los hogares, pero también podría esperarse que vinieran acompañadas de una nueva moderación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, al menos hasta principios del 2010. No obstante, estas regularidades medias están sujetas a un grado de incertidumbre especialmente acusado en la coyuntura actual, como consecuencia de las tensiones todavía existentes en los mercados financieros.

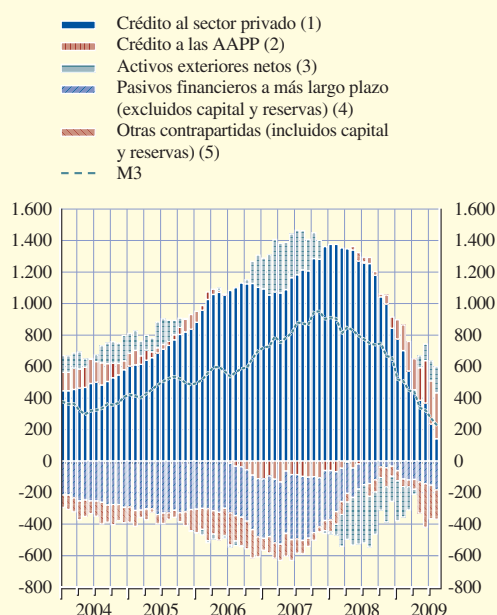
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó de nuevo en agosto y se situó en el 3,8%, frente al 3,2% de julio. En particular, los depósitos a más largo plazo (esto es, los depósitos a plazo a más de dos años y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se han beneficiado del aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos, atrayendo con ello al menos parte de los fondos que habían estado retirándose de los depósitos a corto plazo. Además, los sectores tenedores de dinero continuaron adquiriendo valores distintos de acciones a largo plazo en agosto, lo que sugiere que las IFM consiguen obtener financiación a largo plazo de entidades no bancarias recurriendo a este instrumento. Aunque consideraciones relacionadas con su rendimiento también están favoreciendo a este instrumento, es posible que el efecto estimulante del programa de adquisición de bonos garantizados del Eurosistema también haya desempeñado un papel en esta evolución, ya que la emisión de este tipo de bonos, que suele realizarse a largo plazo, se ha recuperado considerablemente.

La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas disminuyó hasta situarse en el 9,5% en agosto, desde el 10,1% registrado en julio, pese a observarse un flujo mensual positivo relativamente elevado.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior se registró un nuevo flujo positivo de 43 mm de euros en agosto, lo que hizo que el flujo interanual se situara en 165 mm de euros, frente a los 127 mm de euros registrados en los doce meses transcurridos hasta julio (véase gráfico 6). Esta evolución es la continuación de un patrón observado desde mayo, según el cual, en términos interanuales, las IFM han reducido sus pasivos frente

Gráfico 6 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

a no residentes en mayor medida que sus activos. Hasta cierto punto, esta disminución de los activos y los pasivos se debe al ajuste gradual a la baja de las posiciones interbancarias internacionales a escala mundial, en un contexto de desapalancamiento.

En resumen, los datos monetarios de agosto indican que el crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado ha experimentado una desaceleración paralela, confirmando con ello la moderación de la tasa de crecimiento monetario subyacente. Los préstamos al sector privado no financiero se mantuvieron en niveles contenidos, lo que probablemente se deba, en gran parte, al hecho de que persiste un elevado grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Esta incertidumbre afecta no sólo a la demanda de préstamos de las IFM, sino también a la disposición y a la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos. Los datos de agosto, especialmente si se consideran junto con los de los dos meses anteriores, también apuntan a que el ajuste gradual de los balances de las IFM ha perdido algo de fuerza. No obstante, este sector continuó reduciendo sus posiciones frente a otras IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En general, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones se mantuvo en niveles sostenidos en julio del 2009, aunque se desaceleró con respecto a la sólida evolución registrada desde noviembre del 2008. En el sector de sociedades no financieras, la emisión de este tipo de valores continuó siendo elevada en julio, impulsada fundamentalmente por la emisión de valores a largo plazo. Es probable que este persistente incremento de la emisión por parte del sector empresas se deba, en cierta medida, a la sustitución de la financiación bancaria por la financiación mediante valores de renta fija, dado que el coste de esta última fuente de financiación ha descendido con más rapidez que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios desde finales del 2008.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió ligeramente y se situó en el 11,7% en julio del 2009, frente al 11,9% del mes anterior (véase cuadro 3), confirmando que el crecimiento de la emisión de este tipo de valores se estabilizó en niveles elevados. Esto también quedó reflejado en la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de estos valores, que ha estado apuntando a que la sólida expansión de los valores emitidos en los últimos meses se ha moderado levemente (véase gráfico 7). No obstante, la cifra total oculta ciertas diferencias en la evolución de los distintos plazos de vencimiento y de los diferentes emisores.

En cuanto a los plazos de vencimiento, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo todavía era elevada, continuó cayendo con rapidez y se situó en el 18,7% en julio, desde el 19,9% del mes anterior. Al mismo tiempo, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo siguió siendo intenso y se mantuvo prácticamente invariable, en el 10,8%. La emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se divide en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses, los emisores han favorecido claramente los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, que representan alrededor del 70% del saldo vivo de la emisión de este tipo de valores. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo aumentó desde el 5,4% de principios de año hasta el 10,3% de julio del 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó descendiendo y se situó en el 12,5%.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Julio	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jun	2009 Jul
Valores distintos de acciones	14.061	7,3	7,8	10,6	12,0	11,9	11,7
IFM	5.447	8,2	5,7	5,9	5,8	4,8	4,2
Instituciones financieras no monetarias	2.153	22,9	23,7	31,1	32,7	30,0	31,0
Sociedades no financieras	741	5,9	4,1	5,0	10,0	11,4	12,6
Administraciones Públicas	5.698	2,4	5,6	9,6	12,1	13,3	13,2
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.344	2,4	5,7	9,9	12,2	13,6	13,4
Otras Administraciones Públicas	3539	3,0	2,9	5,9	9,6	9,7	9,5
Acciones cotizadas:	3.815	0,6	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7
IFM	509	2,8	4,9	7,2	8,7	9,8	9,5
Instituciones financieras no monetarias	278	2,6	2,6	3,1	3,4	4,3	4,0
Sociedades no financieras	3.027	0,0	-0,1	0,0	0,8	1,5	1,6

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».

En cuanto a la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se situó en el 12,6% en julio del 2009, la tasa más alta registrada desde junio del 2003. En términos intermensuales, la emisión neta de este sector indica que la capacidad para captar financiación a corto plazo siguió viéndose obstaculizada hasta julio del 2009. Por tanto, el fuerte impulso observado en la emisión de este tipo de valores por el sector empresas estuvo determinado, fundamentalmente, por los valores a largo plazo.

El auge de la emisión neta de valores a largo plazo, junto con los volúmenes récord de emisión registrados a principios de este año, apuntan a un renovado interés por parte de las sociedades no financieras en el mercado europeo de valores de renta fija privada. Dos factores pueden haber desempeñado un destacado papel a la hora de proporcionar un incentivo a la emisión de este tipo de valores. En primer lugar, los diferenciales de crédito han disminuido con rapidez en los últimos meses, lo que ha reducido considerablemente los costes de financiación de la emisión de valores de renta fija y ha permitido a las empresas asegurarse financiación relativamente económica. Desde finales del 2008, el coste de los valores de renta fija ha descendido en mayor medida que el de la financiación mediante préstamos bancarios. Por ejemplo, el coste real de la financiación mediante valores de renta fija se ha reducido con mucha más rapidez que los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos. En segundo lugar, el auge de

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 emisión de valores de renta fija también podría ser consecuencia de la menor disponibilidad de financiación externa a través de un endurecimiento de las condiciones establecidas para la concesión de préstamos bancarios (véanse, en el recuadro 2, los resultados de la encuesta realizada recientemente sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro). Desde noviembre del 2008, el aumento observado en la emisión de valores de renta fija privada ha conducido a una reestructuración gradual de la estructura de vencimientos de estos valores, ya que las sociedades no financieras han recurrido de manera creciente a la financiación a más largo plazo. En noviembre del 2008, el 17% del saldo de valores de renta fija que obraban en poder de estas sociedades era a corto plazo. En julio del 2009, este porcentaje había caído hasta el 11%.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones de las instituciones financieras monetarias volvió a disminuir en julio, hasta el 4,2%, desde el 4,8% de junio, como consecuencia de la rápida caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo, que se situó en el 1,8% en julio, frente al 4,5% de junio. En julio también continuó la leve moderación observada en el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, cuya tasa de crecimiento interanual fue del 4,6%, es decir, 0,2 puntos porcentuales inferior a la del mes anterior.

En cambio, se registró un ligero repunte en la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias, hasta el 31% en julio del 2009, esto es, 1 punto porcentual por encima de la de junio. Esto se confirma en la estabilización de la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada observada en julio del 2009, tras varios meses de rápido descenso. La actividad emisora de estas instituciones, como la de otros emisores, siguió centrándose en plazos de vencimiento más largos.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas siguió siendo elevada, del 13,2% en julio, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior. La acusada aceleración de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo quedó más que compensada por la disminución de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo. El fuerte impulso observado en la emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas de la zona del euro se debe a que las necesidades de financiación de este sector siguen siendo considerables.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no se modificó y fue del 2,7% en julio del 2009 (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM continuó siendo elevada y se situó en el 9,5%, re-

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

flejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances aumentando sus bases de capital. Otro aspecto reseñable es que la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras aumentó de nuevo, hasta el 1,6%, en julio del 2009, posiblemente estimulada por la evolución positiva de los mercados de valores en los últimos meses.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Aunque los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso en septiembre y principios de octubre del 2009, los tipos con garantías aumentaron moderadamente. En consecuencia, el diferencial entre los tipos a tres meses sin garantías y los tipos con garantías al mismo plazo también se redujo ligeramente en ese período. El Eurosistema continuó proporcionando abundante liquidez al sistema financiero en septiembre, 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 con vencimiento hasta un año. El importe adjudicado en la segunda operación a un año, realizada el 30 de septiembre, fue considerablemente inferior al de la primera operación efectuada en junio. Además, el Eurosistema continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de adquisiciones que comenzó el 6 de julio de 2009.

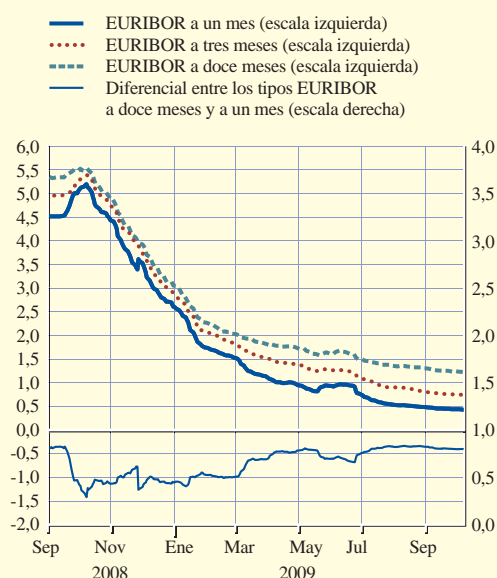
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías continuaron descendiendo en septiembre y principios de octubre del 2009, aunque a un ritmo más lento que en meses presentes. El 7 de octubre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,43%, el 0,74%, el 1,01% y el 1,23%, respectivamente. En comparación con los niveles observados el 2 de septiembre, el EURIBOR a un mes se redujo 5 puntos básicos, mientras que los tipos con vencimiento entre tres y doce meses disminuyeron 7 puntos básicos. En consecuencia, el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos, cayó ligeramente y se situó en 79 puntos básicos el 7 de octubre, en comparación con 82 puntos básicos el 2 de septiembre (véase gráfico 9).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías obtenidos del índice del EONIA *swap* aumentaron ligeramente en septiembre, contribuyendo al descenso observado en el diferencial entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías. En el segmento a tres meses, el diferencial se situó en 27 puntos básicos el 7 de octubre, es decir, 14 puntos básicos por debajo del nivel observado el 2 de septiembre.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre del 2009 y marzo y junio del

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

2010 cayeron hasta situarse en el 0,785%, el 0,965% y el 1,225%, respectivamente, el 7 de octubre, esto es 8, 9 y 15 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los tipos vigentes el 2 de septiembre.

El EONIA fue estable, en líneas generales, en septiembre y principios de octubre, y se situó en niveles en torno a 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósitos, el 0,25%, excepto el 8 y el 30 de septiembre, fechas en que se situó en el 0,54% y el 0,53%, respectivamente (véase gráfico 10). La primera excepción coincidió con el último día del período de mantenimiento que finalizó el 8 de septiembre, cuando el Eurosistema realizó una operación de ajuste en la que absorbió 195,1 mm de euros aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,73%. El 30 de septiembre, el EONIA aumentó hasta el 0,53%, principalmente como consecuencia de los efectos de fin de trimestre. Este incremento quedó anulado al día siguiente, y el 7 de octubre, el EONIA se situó en el 0,34%.

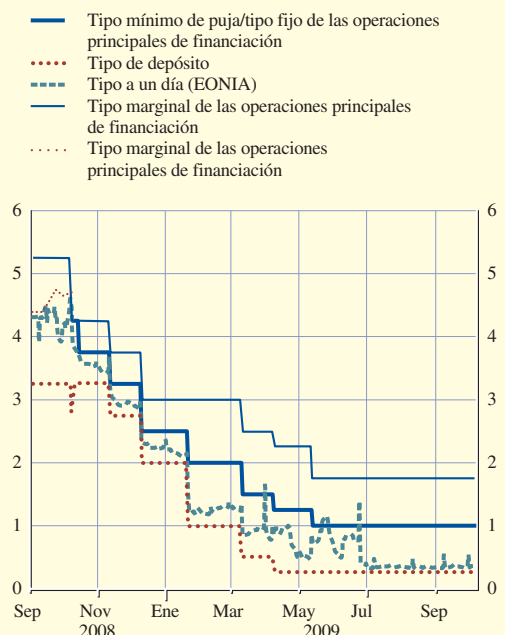
El volumen de las operaciones de mercado abierto vivas que, como consecuencia de la actual política de gestión de la liquidez del Eurosistema, está determinado únicamente por las pujas presentadas por las entidades de contrapartida, se redujo hasta el 30 de septiembre, día en que se liquidó la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año. El 1 de octubre, el volumen de las operaciones principales de financiación vivas en euros era de 742,7 mm de euros, bastante inferior al máximo de 896,5 mm de euros alcanzado el 25 de junio, tras la liquidación de la primera OFPML a un año por un importe de 442,5 mm de euros el 24 de junio. Desde entonces, la estructura de plazos de la liquidez se ha alargado considerablemente, y las operaciones principales de financiación sólo representan alrededor del 10% del volumen total de operaciones vivas.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 1, 8, 15, 22 y 29 de septiembre, el BCE adjudicó 72,1 mm de euros, 93,3 mm de euros, 87,8 mm de euros, 85 mm de euros, y 66,8 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales con vencimiento a uno, tres y seis meses, en septiembre del 2009, así como la segunda de las tres OFPML a un año anunciadas en mayo. El BCE adjudicó 10,6 mm de euros en la OFPML especial con vencimiento a un mes efectuada el 8 de septiembre, y 3,2 mm de euros y 3,7 mm de euros, respectivamente, en las OFPML especiales con vencimiento a tres y seis meses del 9 de septiembre. En la segunda OFPML a un año llevada a cabo el 30 de septiembre, el BCE adjudicó 75,2 mm de euros, menos de lo esperado por los participantes en el mercado.

En consonancia con la reducción de los importes adjudicados en las operaciones de mercado, el superávit de liquidez de los mercados monetarios de la zona del euro disminuyó progresivamente durante el mes, como quedó reflejado en el recurso medio diario a la facilidad de depósitos, que des-

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

cedió de 136,7 mm de euros en el período de mantenimiento que finalizó el 8 de septiembre a 105,8 mm de euros en el siguiente período que terminó el 7 de octubre.

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 septiembre. El BCE también siguió proporcionando a las entidades de contrapartida del Eurosistema financiación en francos suizos a cambio de euros a través de operaciones de *swaps* de divisas. El 24 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con la Reserva Federal, seguir realizando operaciones de provisión de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento a siete días hasta enero del 2010. Todas las demás operaciones de liquidez en dólares han dejado de realizarse. Ese mismo día, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, de común acuerdo con el Banco Nacional Suizo, continuar realizando operaciones de inyección de liquidez en francos suizos a una semana mediante *swaps* de divisas hasta enero del 2010.

Por último, el Eurosistema ha seguido adquiriendo bonos garantizados admitidos en el programa que se inició el 6 de julio. El importe total de los bonos garantizados adquiridos entre el 6 de julio y el 7 de octubre ascendió a unos 17 mm de euros, frente a un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros.

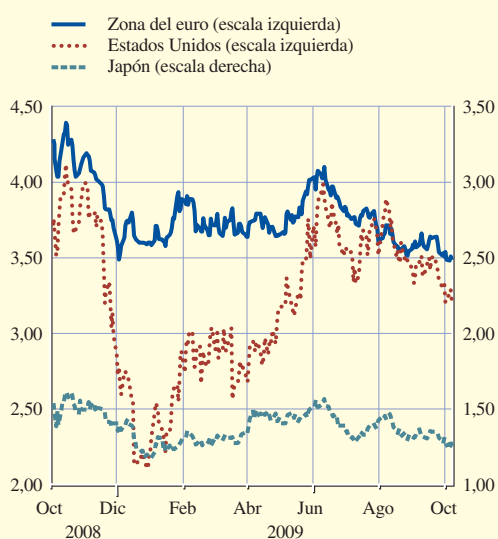
2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro disminuyó ligeramente en septiembre y a comienzos de octubre, pese al constante aumento de los precios de los activos de riesgo. Los diferenciales de deuda pública entre los países de la zona del euro apenas experimentaron cambios, debido a la escasa entidad de las primas de liquidez y a la percepción de reducidos riesgos de crédito. Esta evolución, unida al estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada, pareció reflejar, en parte, una mejora de las perspectivas macroeconómicas. Sin embargo, los bajos tipos de interés de los mercados monetarios pueden haber llevado a muchos participantes en el mercado a asumir una mayor exposición al riesgo en sus carteras de renta fija. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija no registró variaciones significativas en la zona del euro, mientras que se redujo ligeramente en Estados Unidos.

El 7 de octubre, el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó en el 3,5% en la zona del euro y en el 3,2% en Estados Unidos, 7 y 22 puntos básicos por debajo de los niveles observados a finales de agosto (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados

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.

Unidos y en la zona del euro se situó en torno a -28 puntos básicos al final del citado mes. El rendimiento de la deuda pública a diez años descendió también en Japón, hasta situarse en el 1,3% el 7 de octubre. La incertidumbre del mercado respecto a la evolución a corto plazo del rendimiento de la renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, no experimentó prácticamente cambios en la zona del euro y disminuyó ligeramente en Estados Unidos, volviendo a los niveles registrados antes de la quiebra de Lehman Brothers.

A comienzos de octubre, los diferenciales de rendimiento de deuda soberana de los países de la zona del euro con respecto al rendimiento de los bonos alemanes a diez años se situaron en niveles próximos a los observados a finales de agosto. Aunque estos diferenciales se estrecharon para todos los países a lo largo de septiembre, volvieron a ampliarse levemente en los últimos días del período considerado. En general, el nivel de los diferenciales de deuda soberana de la zona del euro parece ser resultado no sólo del estrechamiento de los diferenciales de primas de liquidez registrado en los últimos meses sino también del reducido riesgo de crédito soberano, tal y como indicarían los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito. Por otro lado, el nivel relativamente moderado de los tipos de interés a largo plazo puede reflejar, en parte, la fuerte demanda de deuda pública por parte de las entidades de crédito. Los bajos tipos de interés de los mercados monetarios han probablemente inducido a muchos participantes en el mercado a incrementar la exposición al riesgo de sus carteras de renta fija.

El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó 21 puntos básicos, situándose en el 0,7% el 7 de octubre, mientras que el rendimiento real de los bonos a diez años se redujo 16 puntos básicos, hasta el 1,3% (véase gráfico 12). El rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años disminuyó 11 puntos básicos, hasta situarse en el 1,9%.

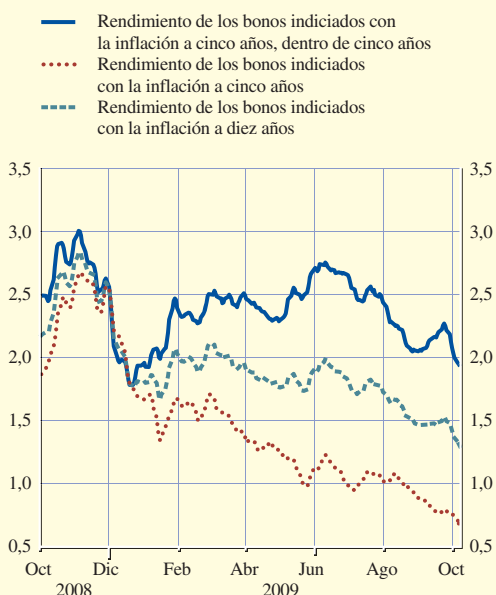
La evolución reciente de los mercados de deuda pública de la zona del euro —especialmente en lo relativo a la vuelta de las primas de liquidez a los niveles observados antes de la quiebra de Lehman Brothers— apunta a una normalización de la valoración de los instrumentos indicados con la inflación.

Las medidas basadas en el mercado sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro se mantienen firmemente ancladas. El 7 de octubre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,8% y el 2,2%, respectivamente, ligeramente por encima de los niveles observados a finales de agosto. La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años aumentó 4 puntos básicos, hasta el 2,6% (véase gráfico 13).

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 14).

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

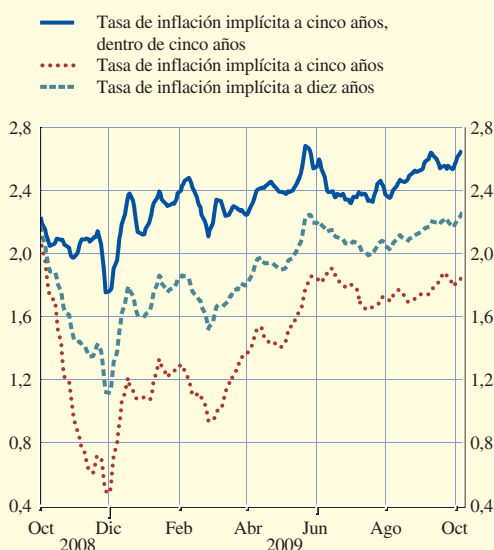
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

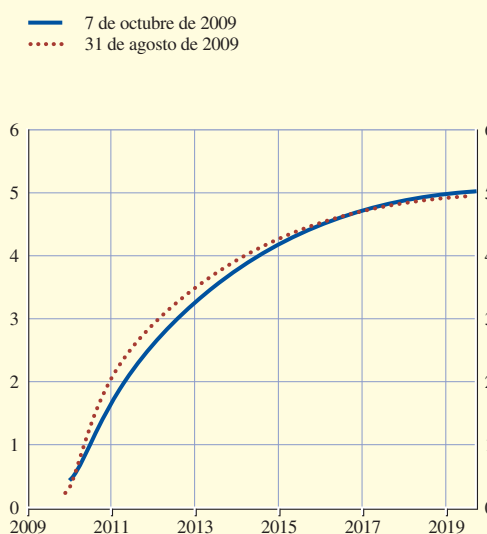
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



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).

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

A principios de octubre, la pendiente de la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro se acentuó con respecto a finales de agosto, como reflejo, principalmente, de la revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés en los plazos medios de la curva.

Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon en relación con los niveles de finales de agosto, especialmente para los valores de renta fija de alta calidad con calificación crediticia más baja y para los valores de grado especulativo. Los diferenciales de renta fija con calificación crediticia más alta se mantuvieron en el nivel observado a comienzos del 2008, mientras que los diferenciales de renta fija de alta rentabilidad volvieron a los niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers. Al igual que para los precios de las acciones, el continuo estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada apunta a una recuperación de la confianza y de la tolerancia al riesgo de los inversores, en un contexto de tipos de interés a corto plazo particularmente bajos.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto 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, con la notable excepción de los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo. 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, en general, está en consonancia con regularidades anteriores.

En agosto 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 registrados el mes anterior, reflejando la continuidad, aunque todavía es parcial, de la transmisión del considerable descenso de los tipos del mercado monetario observado desde noviembre del 2008 (véase gráfico 15).

Los tipos de interés medios aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron 15 puntos básicos en agosto del 2009, mientras que los tipos medios aplicados a los préstamos por importes elevados a corto plazo concedidos a este sector registraron una reducción de 6 puntos básicos. Los tipos medios de los descubiertos en cuenta concedidos a las sociedades no financieras descendieron 10 puntos básicos. Al mismo tiempo, los tipos de interés medios a corto plazo del crédito al consumo concedido a los hogares aumentaron en agosto por segundo mes consecutivo, con un ascenso de 28 puntos básicos, mientras que los tipos de interés medios de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron ligeramente. Más allá de la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo del crédito al consumo, esto podría apuntar a cierto incremento de las primas de riesgo de crédito en un contexto de deterioro de las condiciones de los mercados de trabajo y de incertidumbre en relación con la renta futura.

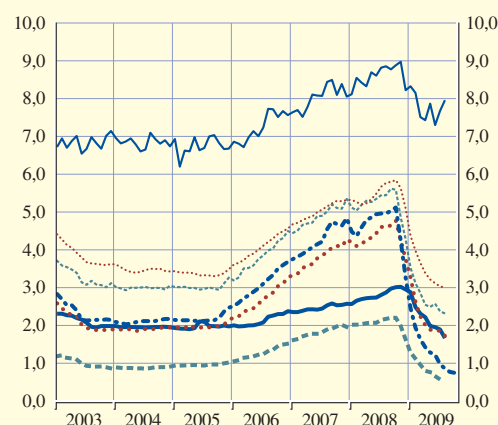
En general, los descensos observados en los tipos de interés a corto plazo de los préstamos en agosto del 2009 reflejan, en general, una evolución similar de los tipos correspondientes del mercado monetario. En particular, el EURIBOR registró un descenso de 11 puntos básicos. En consecuencia, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y los tipos a corto plazo del mercado monetario se mantuvieron prácticamente invariables, pero se espera que disminuyan a medida que eventualmente se transmitan las variaciones de los tipos de interés de mercado (véase gráfico 16).

Desde una perspectiva a más largo plazo, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo de interés y un período inicial de fijación inferior o igual a un año descendieron 284 puntos básicos entre octubre del 2008 y agosto del 2009. Los tipos de interés equivalentes aplicados a los préstamos por importes elevados y reducidos concedidos a las sociedades no financieras registraron una reducción de 310 y 327 puntos básicos, respectivamente, frente a una caída de 425 puntos básicos

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.

del EURIBOR a tres meses. En un clima de preocupación respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios y de incertidumbre en cuanto a la renta y a la capacidad de los prestatarios para atender sus obligaciones de pago, que están elevando las primas de riesgo de crédito, los recortes de los tipos de interés oficiales parecen haber repercutido en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos con un grado de inercia bastante similar al observado en el pasado.

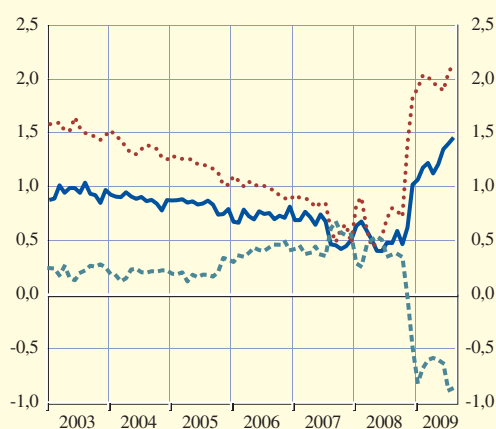
Todos los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos concedidos tanto a los hogares como a las sociedades no financieras se redujeron en agosto. Por ejemplo, los tipos de interés aplicables a los préstamos por importes elevados y reducidos concedidos a sociedades no financieras disminuyeron 9 y 7 puntos básicos, respectivamente. En comparación, el rendimiento de la deuda pública a cinco años experimentó una reducción de 5 puntos porcentuales.

Desde una perspectiva a más largo plazo, los descensos observados entre agosto del 2008 y agosto del 2009 en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares fueron equivalentes a aproximadamente la mitad de los 160 puntos básicos en que disminuyeron los rendimientos de la deuda pública durante ese período. Los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos por importes reducidos concedidos a las sociedades no financieras descendieron 126 puntos básicos entre agosto del 2008 y agosto del 2009. Aunque es posible que esta evolución sea atribui-

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

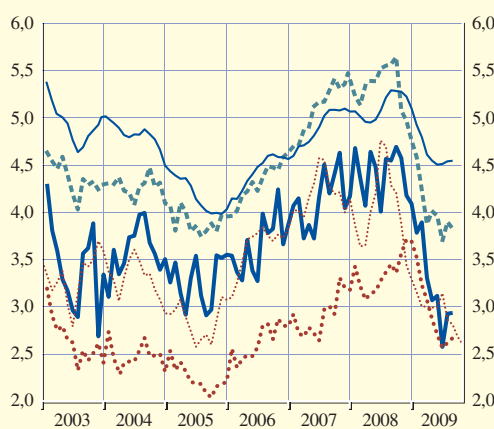


Fuente: BCE.
Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

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.

ble, fundamentalmente, al desfase 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, también puede apuntar a un incremento de las primas de riesgo de crédito. En comparación, los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras se redujeron de forma significativa, con una caída de 174 puntos básicos entre agosto del 2008 y agosto del 2009.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. Ambas medidas se mantuvieron prácticamente sin cambios entre febrero y agosto del 2009, lo que tiende a confirmar que las entidades han trasladado en un grado bastante similar las reducciones recientes de los tipos de interés oficiales a los tipos aplicados a los préstamos y créditos concedidos a su clientela.

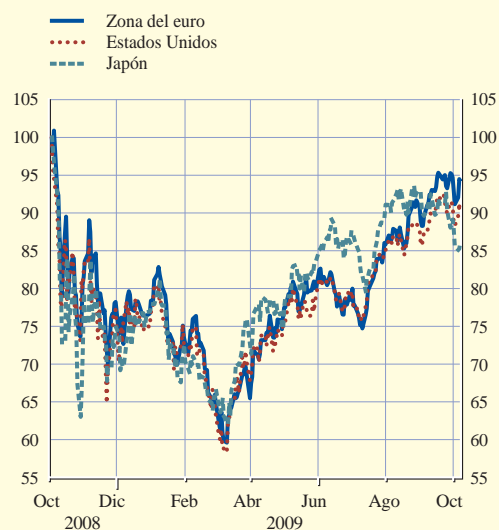
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En la mayor parte del mes de septiembre y a comienzos de octubre, los precios de las acciones siguieron subiendo en la zona del euro y en Estados Unidos, principalmente en el sector no financiero. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable no experimentó cambios significativos. El crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses mejoró notablemente para el sector no financiero de la zona del euro, tornándose positivo por primera vez desde noviembre del 2008. En general, esta evolución parece reflejar un mayor optimismo de los mercados respecto a las perspectivas de crecimiento. Al considerar estas señales generalmente positivas, no puede descartarse que la demanda de activos de riesgo haya estado estimulada por la situación de liquidez de los mercados financieros.

Entre finales de agosto y el 7 de octubre, los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos mantuvieron la senda ascendente observada desde marzo, pese a experimentar una corrección en la última semana de septiembre. Durante ese período, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, subieron un 4%, en ambos casos (véase gráfico 18), mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 7%. Aunque las subidas registradas en los meses anteriores habían sido más pronunciadas en el sector financiero, en el período analizado el sector no financiero registró también ganancias significativas. La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida

Gráfico 18 Índices bursátiles

(índice: 1 de octubre 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.

de las opciones, apenas experimentó cambios en la zona del euro, Estados Unidos y Japón (véase gráfico 19) y, aunque volvió a los niveles anteriores a la intensificación de la crisis financiera en septiembre del 2008, se mantuvo muy por encima de las cotas observadas antes del inicio de las turbulencias que afectaron a los mercados de crédito a mediados del 2007.

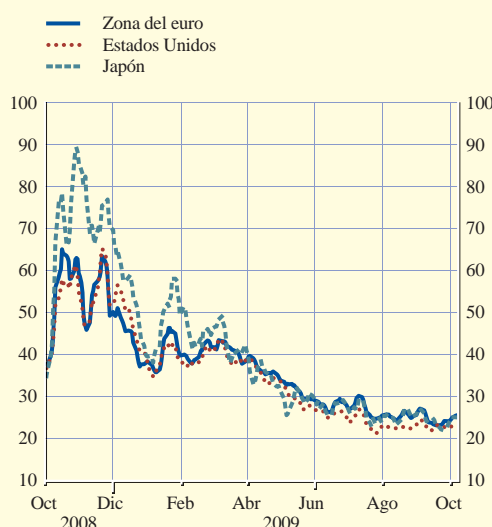
La evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro pareció ser reflejo de perspectivas más optimistas respecto a la actividad económica. En efecto, los participantes en el mercado consideraron que algunos de los datos macroeconómicos publicados eran más favorables de lo previsto. Por otro lado, en todos los sectores los precios de las acciones reflejaron el aumento de la confianza de los inversores y su menor aversión al riesgo. En particular, en septiembre las acciones de empresas del sector no financiero registraron también importantes ganancias. En la zona del euro, las mayores ganancias se observaron en los sectores de sanidad e industria (ambos con un 6%).

Mientras que en septiembre el crecimiento de los beneficios efectivos de las empresas cotizadas se mantuvo en niveles reducidos en la zona del euro, el crecimiento de los beneficios esperados aumentó, principalmente, como resultado de una notable mejora de las expectativas para el sector no financiero. El crecimiento intermensual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se situó en el -3,7% en septiembre, frente al -3,9% de agosto. En el sector financiero, el crecimiento intermensual de los beneficios por acción se tornó positivo, situándose en el 0,6%. Por el contrario, los servicios de consumo y las materias primas experimentaron acusados descensos (-17,7% y -11,6%, respectivamente). En opinión de los analistas, los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses subirán un 11,5% (frente al 5,6% de agosto). Este pronunciado aumento del crecimiento de las expectativas de beneficios se debe, básicamente, a las mejores perspectivas respecto a las empresas del sector no financiero (con un crecimiento de los beneficios esperados del 6,4%, frente al -0,7% de agosto), especialmente en los servicios de consumo y los sectores de bienes industriales y bienes de consumo. Cabe destacar que en el sector no financiero el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses se tornó positivo en septiembre, por primera vez desde noviembre del 2008. En el sector financiero se esperaba que los beneficios por acción aumentaran un 24,7% en los próximos doce meses (desde el 22,1% de agosto). La ratio precio/beneficio de la zona del euro siguió creciendo en septiembre, especialmente para el sector financiero, situándose por encima de su media histórica por primera vez desde julio del 2007.

A pesar de los indicios positivos derivados de los datos publicados recientemente y de las expectativas de beneficios, no puede descartarse que el constante aumento de los precios de los activos de riesgo haya estado, en cierta medida, estimulado por la situación de liquidez en los mercados financieros. El

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.

reducido nivel de los tipos de interés de los mercados monetarios puede haber inducido a algunos inversores a invertir una parte más importante de sus fondos en activos de mayor riesgo.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA PRIMERA RONDA DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»

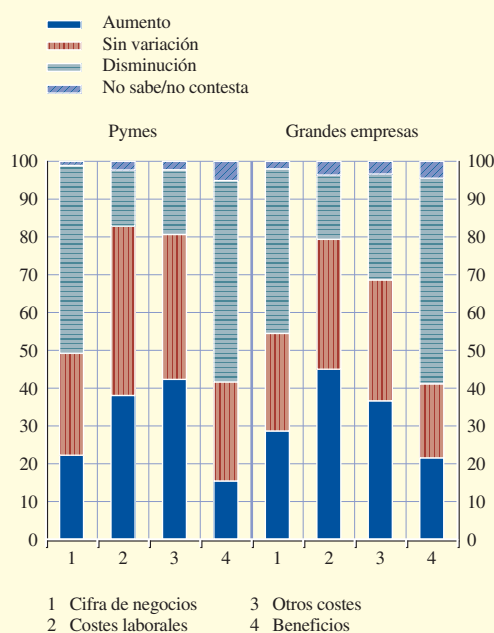
En este recuadro se presentan los resultados de la primera ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro¹». En la encuesta, realizada por el BCE en cooperación con la Comisión Europea entre el 17 de junio y el 23 de julio de 2009, participaron 6.000 pequeñas y medianas empresas (pymes) y grandes empresas de la zona del euro². La encuesta proporciona evidencia sobre los cambios en las condiciones de financiación de las pymes y de las grandes empresas de la zona del euro en relación con los seis meses anteriores, que corresponde aproximadamente al primer semestre del 2009. Dado que es la primera vez que se lleva a cabo esta encuesta, los resultados descritos a continuación deben ser interpretados con cautela.

Situación financiera de las pymes de la zona del euro en el primer semestre del 2009

Un porcentaje neto³ de aproximadamente la cuarta parte de las pymes de la zona del euro que participaron en la encuesta (el 27%) señaló que su cifra de negocios había disminuido en el primer semestre del 2009 (véase gráfico A), mientras que la valoración de las grandes empresas fue algo menos negativa (15%). Al mismo tiempo, un porcentaje neto del 23% y del 25%, respectivamente, de las pymes, indicó que se había producido un incremento de sus costes laborales y de otros costes (por ejemplo, de materiales y energía). Esta evolución de la cifra de negocios y de los costes causó un impacto negativo sobre los beneficios de las empresas (resultado neto después de impuestos). De hecho, un porcentaje neto del 38% de las pymes y un porcentaje ligeramente inferior de las grandes empresas, el 33%, declaró que sus beneficios habían disminuido en el primer semestre del 2009. Por lo tanto, parece que durante el período de referencia la recesión económica afectó algo más a las pymes.

Gráfico A Algunos indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro, variación en los seis meses previos

(porcentaje de encuestados)



- 1 Véase «Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre, Banco Central Europeo (2009).
- 2 Las pymes incluyen las empresas muy pequeñas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas son aquellas con 250 o más empleados.
- 3 El porcentaje neto de empresas que señalaron un aumento (disminución) se calcula como la diferencia entre las empresas que indicaron «aumentos» («disminuciones») y aquellas que señalaron «disminuciones» («aumentos»).

Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Los resultados de la encuesta confirman la atonía general de la demanda en el primer semestre del 2009. De hecho, el problema más acuciante que se les planteó a las pymes de la zona del euro durante ese período fue encontrar clientes (un 27% seleccionó esta respuesta), seguido por el «acceso a la financiación», señalado como la cuestión más apremiante por el 17% de las pymes y, en especial, por las empresas más pequeñas. Para el 14% de las pymes, la competitividad representó el principal problema, mientras que los costes de producción (en particular los costes laborales) y la falta de trabajadores cualificados fueron señalados, en cada caso, como el problema más urgente por un 9% de las pymes.

Necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro en el primer semestre del 2009

Casi la mitad de las empresas (el 49% de las pymes y el 46% de las grandes empresas) indicó que sus necesidades de préstamos bancarios se habían mantenido estables en el primer semestre del 2009 (véase gráfico B). Al mismo tiempo, el porcentaje de pymes que declaró que sus necesidades de financiación bancaria habían aumentado fue algo más elevado que el que señaló que habían disminuido. En consecuencia, en términos netos, el 11% de las pymes indicó un aumento de sus necesidades de financiación bancaria, frente al 5% en el caso de las grandes empresas. Por lo que se refiere al crédito comercial, un porcentaje neto del 4% de las pymes contestó que su necesidad de crédito comercial se había incrementado, mientras que el porcentaje neto equivalente para las grandes empresas fue del 0%.

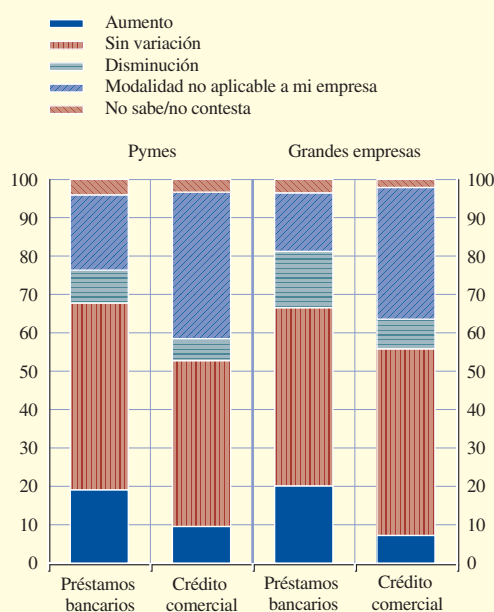
La inversión en capital fijo se consideró el factor que más había contribuido al aumento de las necesidades de financiación. Un porcentaje neto del 8% de las pymes y del 9% de las grandes empresas indicó que la inversión en capital fijo había incrementado su necesidad de financiación externa durante los seis meses precedentes. También parece haberse registrado un ligero aumento de las necesidades de financiación de existencias y de capital circulante.

Solicitudes de financiación externa

En el primer semestre del 2009, una minoría de las empresas participantes en la encuesta (el 28% de las pymes y el 34% de las grandes empresas) había solicitado préstamos bancarios, esto es, un nuevo préstamo o la renovación de un préstamo existente. La principal razón para no solicitar préstamos fue la disponibilidad de suficiente financiación interna (el 37% de las pymes y el 38% de las grandes empresas). Solo el 5% de las pymes indicó que no solicitó préstamos porque consideró que su solicitud podría ser denegada.

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro, variación en los seis meses previos

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

De las pymes que solicitaron préstamos bancarios en el primer semestre del 2009, al 77% se le concedió la totalidad o parte del importe solicitado (véase gráfico C). En cambio, un 12% de las pymes señaló que su solicitud se había rechazado por la entidad de crédito. Las empresas más grandes y más antiguas fueron las que consiguieron más préstamos. Por ejemplo, solo se rechazó el 5% de las solicitudes de grandes empresas. En cuanto al crédito comercial y a otras fuentes de financiación externa, la situación es similar, en líneas generales. La mayor parte de las empresas que solicitaron un crédito comercial u otra modalidad de financiación externa en el primer semestre del 2009 había obtenido la totalidad del importe solicitado.

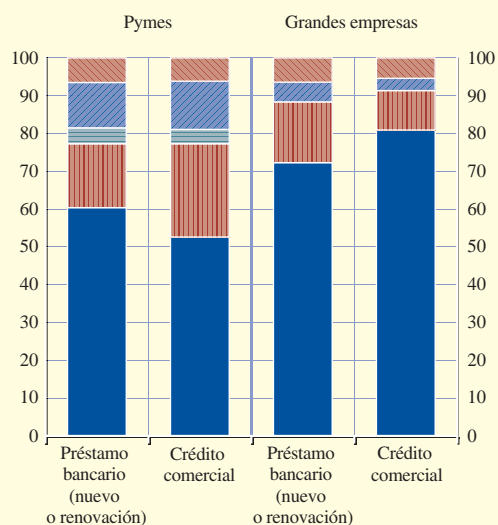
Disponibilidad de financiación externa para las pymes de la zona del euro en el primer semestre del 2009

Asimismo, a las empresas que habían solicitado algún tipo de financiación externa durante el primer semestre del 2009 se les preguntó si la disponibilidad de las distintas modalidades había mejorado o empeorado durante ese período. El 33% neto de este grupo de pymes consideró que se había producido un deterioro en la disponibilidad de préstamos bancarios (nuevos o renovación de un préstamo existente) en el primer semestre del 2009 (véase gráfico D). Este porcentaje neto fue mayor (el 41%) en el caso de las grandes empresas. Sin embargo, un porcentaje neto del 20% de pymes, ligeramente superior al de grandes empresas (el 15%), indicó un deterioro en lo que respecta al crédito comercial.

Gráfico C Resultados de las solicitudes de financiación externa de las empresas de la zona del euro en los seis meses previos

(porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)

- Solicitado y concedido en su totalidad
- Solicitado y concedido en parte
- Solicitado y rechazado por coste demasiado elevado
- Solicitado y rechazado
- No sabe/no contesta

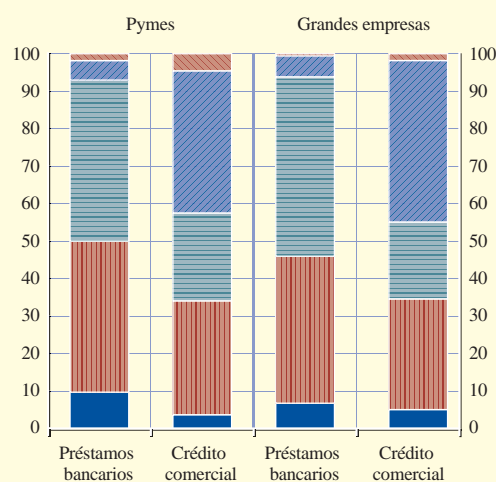


Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Gráfico D Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro, variación en los seis meses previos

(porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)

- Mejora
- Sin variación
- Deterioro
- No es aplicable a mi empresa
- No sabe/no contesta



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

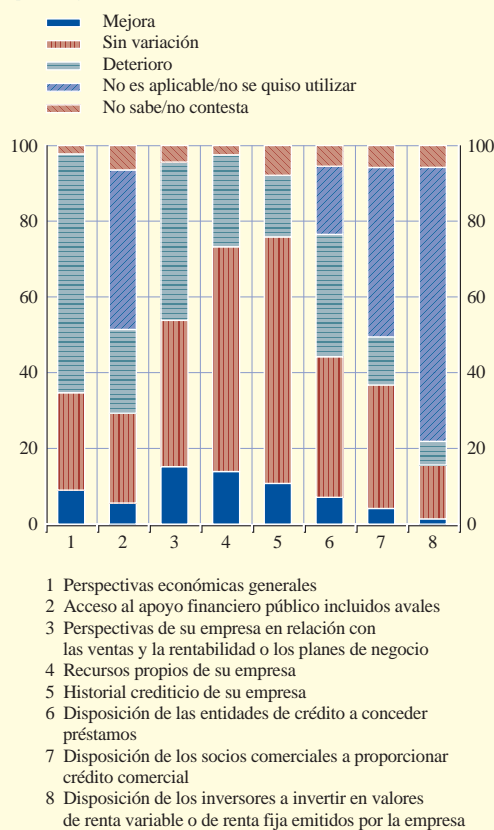
La disponibilidad de financiación externa depende de diversos factores, incluidas las perspectivas generales de la economía, la situación concreta de las empresas solicitantes y la actitud de las entidades prestamistas. Para un elevado porcentaje neto de las pymes de la zona del euro (el 54%), las perspectivas generales de la economía habían tenido un efecto negativo sobre la disponibilidad de financiación, mientras que un porcentaje neto menor (el 27%) consideraba que su situación concreta había empeorado en el primer semestre del 2009 (véase gráfico E). Además, un porcentaje neto del 10% y del 6%, respectivamente, de las pymes indicó que sus recursos propios y su historial crediticio habían experimentado un deterioro durante los seis meses anteriores. En conjunto, esto indica que la situación económica general en el primer semestre del 2009 fue el factor que más contribuyó al deterioro de la disponibilidad de financiación. Por lo que respecta a los efectos por el lado de la oferta sobre la disponibilidad de financiación externa, un porcentaje neto del 25% de las pymes indicó que la disposición de las entidades de crédito a conceder préstamos había disminuido en los seis meses anteriores, mientras que el 37%, opinaba que no había cambiado. A menor tamaño de la empresa, mayor fue el porcentaje neto que contestó que se había producido ese deterioro. También se consideró que la disposición de los socios comerciales a facilitar créditos comerciales o la de los inversores a invertir en valores de renta variable o de renta fija se había deteriorado, si bien de forma menos acusada que en el caso de las entidades de crédito.

Condiciones de los préstamos bancarios

Por lo que se refiere a las condiciones de los préstamos bancarios, un 5% neto de las pymes señaló que los tipos de interés habían aumentado en el primer semestre del 2009. Las condiciones no relacionadas con los tipos de interés parecen haber desempeñado un papel más importante en el deterioro de la disponibilidad de financiación externa. Así, el porcentaje neto de pymes que indicaron un incremento de los costes de la financiación distintos de los tipos de interés (es decir, gastos y comisiones) fue muy superior (un 33%) al de las que declararon que los tipos de interés habían subido. Además, un porcentaje neto considerable de pymes señaló un aumento en las garantías requeridas (el 32%), así como en otras condiciones no relacionadas con el precio, como los compromisos asociados y las exigencias de información (32%). Un porcentaje neto más reducido de pymes señaló una disminución de la cuantía del préstamo o de la línea de crédito disponible (5%), o de los plazos de vencimiento (2%). Al mismo tiempo, la mayoría de las empresas consideró que las condiciones no relacionadas con el precio no habían cambiado en el primer semestre del 2009.

Gráfico E Factores que influyen en la disponibilidad de financiación de las pequeñas empresas de la zona del euro, variaciones en los seis meses previos

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Expectativas relativas al acceso a la financiación

De cara al futuro, la mayor parte de las pymes esperaba que el acceso a la financiación a través de distintas vías alternativas (es decir, préstamos bancarios, crédito comercial, etc.) prácticamente no variase en el segundo semestre del 2009. Además, la proporción de pymes que esperaban que la disponibilidad de financiación se deteriorara fue solo ligeramente superior a la de las que esperaban que mejorara. Por ejemplo, un porcentaje neto del 2% de pymes esperaba que la disponibilidad de financiación interna empeorara en el segundo semestre del 2009; en lo que se refiere a los préstamos bancarios, la cifra correspondiente fue del 4%. En cambio, las grandes empresas se mostraron algo más optimistas en sus expectativas relativas a su acceso a la financiación en el citado semestre. Por lo que respecta a las perspectivas de crecimiento durante los próximos dos o tres años, las pymes esperaban que el crecimiento de su cifra de negocios fuera inferior, en promedio, al que habían registrado en los tres años anteriores. Al mismo tiempo, casi un 40% de las pymes no preveía obstáculos para obtener la financiación destinada a costear sus aspiraciones de crecimiento a medio plazo.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en $-0,3\%$ en septiembre, frente al $-0,2\%$ de agosto. Las actuales tasas de inflación negativas están en línea con las expectativas anteriores y reflejan, en gran medida, los efectos de base derivados de las fluctuaciones que experimentaron los precios internacionales de las materias primas hace un año. Debido también a estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan en los próximos meses a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Por otro lado, cabe esperar que los precios y costes continúen registrando una evolución moderada, como consecuencia de la 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 fue del $-0,3\%$ en septiembre, frente al $-0,2\%$ de agosto (véase cuadro 4), situándose ligeramente por debajo de las previsiones. Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de septiembre, la evidencia disponible sugiere que este descenso se debió, principalmente, a una caída más pronunciada de lo previsto de la tasa de variación interanual de los precios de la energía.

El detalle del IAPC de agosto muestra que el aumento de la inflación medida por el IAPC general con respecto al $-0,7\%$ observado en julio estuvo casi totalmente determinado por el ascenso de la tasa de variación interanual de los precios de la energía. La tasa de variación interanual del componente energético del IAPC se elevó hasta el $-10,2\%$ en agosto, desde el $-14,4\%$ de julio. Más de la mitad de este incremento se debió a un fuerte efecto de base derivado de la evolución de los precios del petróleo en el 2008, y el resto fue resultado del aumento intermensual de los precios energéticos, reflejo del comportamiento de los precios de los combustibles líquidos para transporte y calefacción. Por el contrario, la tasa de variación interanual de los precios de la electricidad y del gas continuó descendiendo, ya que estos precios siguen los del petróleo con cierto retraso.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2009 Abr	2009 May	2009 Jun	2009 Jul	2009 Ago	2009 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	2,1	3,3	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3
Energía	2,6	10,3	-8,8	-11,6	-11,7	-14,4	-10,2	.
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	1,6	0,7	0,0	-1,1	-1,2	.
Alimentos elaborados	2,8	6,1	1,2	1,0	1,1	0,8	0,6	.
Bienes industriales no energéticos	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6	.
Servicios	2,5	2,6	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,7	6,1	-4,8	-5,9	-6,5	-8,4	-7,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	52,8	65,9	39,0	42,8	49,5	46,5	51,1	46,9
Precios de las materias primas no energéticas	7,5	2,0	-25,4	-24,5	-23,5	-22,8	-16,2	-16,7

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

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

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

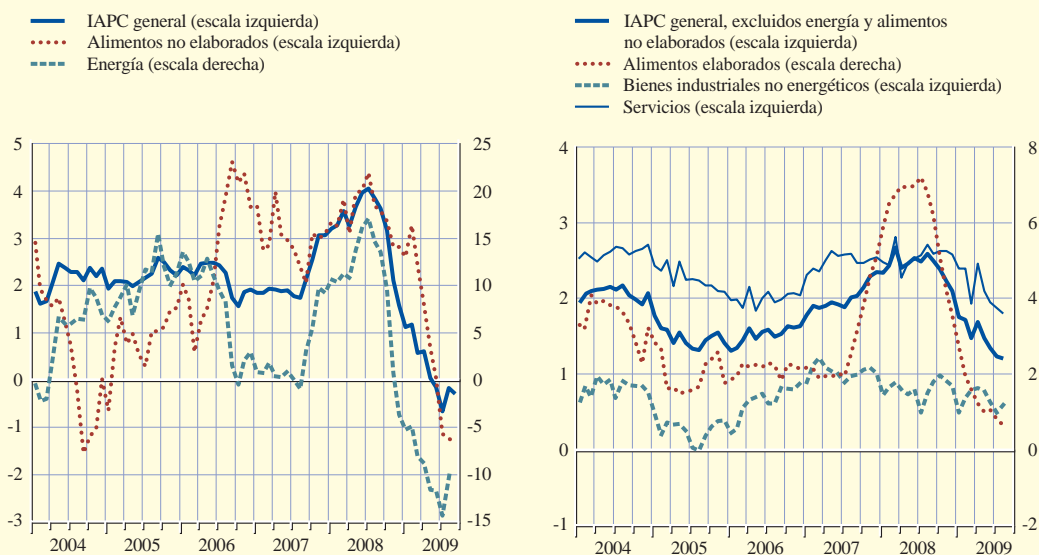
Los demás componentes del IAPC no registraron variaciones acusadas en agosto. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados disminuyó ligeramente en agosto, hasta el $-1,2\%$, desde el $-1,1\%$ de julio. En general, esta tasa se ha reducido considerablemente en relación con los máximos alcanzados a mediados del 2008, debido en parte al continuado descenso de la tasa de variación interanual de los precios de la carne, tras la inversión de la perturbación que afectó a los precios de los alimentos en los mercados mundiales. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó desde el $0,8\%$ de julio al $0,6\%$ de agosto, su nivel más bajo desde 1999, como resultado, en gran medida, de nuevos descensos de las tasas de variación de los precios de los cereales, los productos lácteos y los aceites, en relación con los elevados niveles observados el año pasado.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó ligeramente en agosto, hasta el $0,6\%$, desde el $0,5\%$ de julio. Este modesto incremento se debió, en buena parte, a la contribución de los precios de los artículos de vestir, como consecuencia de las rebajas estacionales. En conjunto, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos ha mostrado una leve tendencia descendente a lo largo del año pasado, principalmente determinada por los precios de los bienes de consumo duradero (especialmente los automóviles) y, en menor medida, por los precios de los bienes de consumo semiduradero, como resultado de la evolución de los precios de los artículos de vestir y del calzado.

La inflación en los precios de los servicios se redujo nuevamente en agosto, hasta el $1,8\%$, desde el $1,9\%$ de julio, como consecuencia, fundamentalmente, de la disminución de la tasa de inflación de los servicios relacionados con las vacaciones (como restaurantes, alojamiento y transporte aéreo). La debilidad de la demanda y el retraso en la transmisión de las anteriores caídas de los precios de las materias primas contribuyeron al descenso registrado por estas partidas del componente de servicios del IAPC.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Como reflejo de la evolución compensatoria de la inflación en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, permaneció estable en el 1,3% en agosto. La evolución reciente de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se analiza con más detalle en el recuadro 3.

Recuadro 3

TENDENCIAS RECIENTES DEL IAPC EXCLUIDOS LOS ALIMENTOS Y LA ENERGÍA

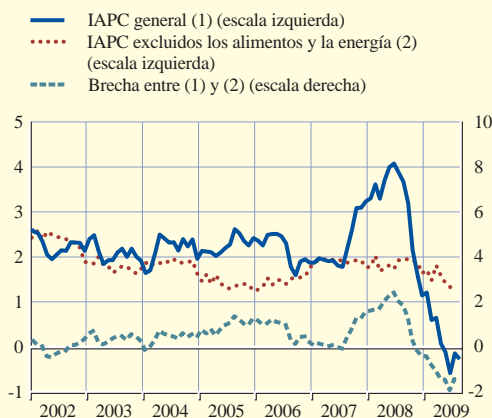
La volatilidad de la inflación medida por el IAPC general observada en el pasado reciente ha estado determinada, en su mayor parte, por las contribuciones de los componentes de alimentos (elaborados y no elaborados) y de energía, fuertemente sometidos a la influencia de factores externos. Por el contrario, el IAPC excluidos los alimentos y la energía, cuya ponderación representa cerca del 70% del total del índice, ha mostrado una volatilidad mucho más reducida. Ello es reflejo de la evolución moderada de los precios de los dos componentes, los bienes industriales no energéticos y los servicios, que dependen en mayor medida de factores relacionados con las variables fundamentales de la economía. En las circunstancias actuales, para analizar los factores determinantes de la inflación es especialmente útil observar la evolución de los componentes menos volátiles del IAPC.

La brecha negativa entre las tasas de variación interanual del IAPC general y del IAPC excluidos los alimentos y la energía se ha ido ampliando gradualmente desde principios del 2009, hasta llegar casi a -2 puntos porcentuales en julio del 2009 (véase gráfico A). Esta brecha negativa de una amplitud sin precedentes puede atribuirse a los aumentos inusualmente elevados de los precios de los componentes de alimentos y energía del IAPC observados desde mediados del 2007¹. Mientras que la inflación medida por el IAPC general fue negativa en el verano del 2009 y se espera que vuelva a ser positiva en los próximos meses, la tasa de variación interanual del IAPC excluidos los alimentos y la energía ha seguido una trayectoria descendente desde mediados del 2008 y no muestra señales de invertir esta tendencia en el corto plazo.

La evolución de los precios de los dos componentes menos volátiles del IAPC, los bienes industriales no energéticos y los servicios, está determinada, en buena parte, por los mismos factores. Aunque los factores externos tienen cierta influencia, los factores internos, como los salarios y los márgenes, desempeñan un papel fundamental en la determinación de la evolución de los precios de consumo de los componentes distintos de los alimentos y de la energía. La evolución de los salarios depende normalmente de la situación del mercado de trabajo, de la productividad y de la inflación pasada y esperada, mientras que la demanda interna y la competencia influyen de forma decisiva en la determinación de los márgenes.

Gráfico A IAPC general e IAPC excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

1 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de determinadas medidas de la inflación subyacente en la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio del 2009.

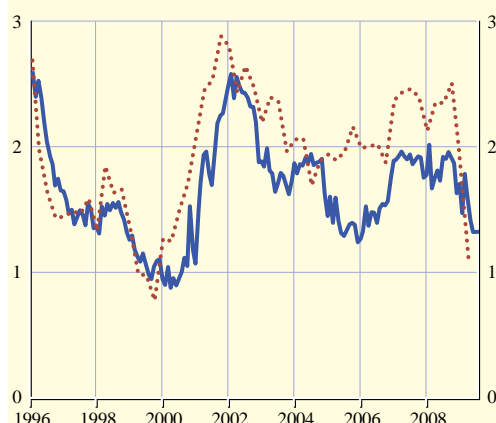
Entre los factores externos, la transmisión de las variaciones de los precios de los bienes intermedios importados a lo largo de la cadena interna de producción influye en la evolución de los precios del IAPC excluidos los alimentos y la energía, que también se ven afectados por los precios de los bienes y servicios importados directamente para consumo final. A este respecto, la contención general de los precios de las materias primas, la disminución de la inflación a escala mundial y la reciente apreciación del euro han reducido las presiones externas sobre los precios, ejerciendo un efecto moderador sobre los precios de consumo de los componentes distintos de los alimentos y de la energía. Sin embargo, más allá del impacto de los factores externos, la moderación de la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía observada desde mediados del 2008, ha sido consecuencia, principalmente, de la reducción de las presiones sobre la demanda interna, como muestra su estrecha relación con la evolución de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB, que es un indicador resumen de la evolución de los costes laborales unitarios y de los beneficios por unidad de producto (véase gráfico B).

La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB alcanzó su nivel máximo, el 2,5%, en el último trimestre del 2008, y disminuyó de forma significativa, hasta el 1,1%, en el segundo trimestre del 2009. Este descenso se debió, en su mayor parte, a la fuerte reducción de la contribución del crecimiento de los beneficios por unidad de producto, que se tornó negativa en el primer trimestre del 2009 (véase gráfico C), reflejo de la pronunciada caída de la demanda interna. Por el contrario, en el mismo período la contribución del crecimiento de los costes laborales unitarios fue particularmente elevada, debido, en parte, a la entrada en vigor de varios convenios colectivos antes del deterioro de la situación económica que se produjo en el 2008. Además, esta evolución fue reflejo de un notable descenso de la productividad, dado que el empleo respondió con retraso a la caída del PIB. Con todo, el crecimiento de los costes laborales unitarios comenzó a disminuir en el segundo trimestre del 2009, como consecuencia de un menor descenso del crecimiento de la productividad y de una reducción del crecimiento de la remuneración por asalariado.

Gráfico B Deflactor del PIB e IAPC excluidos los alimentos y la energía

(tasas de variación interanual)

- IAPC excluidos los alimentos y la energía (datos mensuales)
- Deflactor del PIB (datos trimestrales)

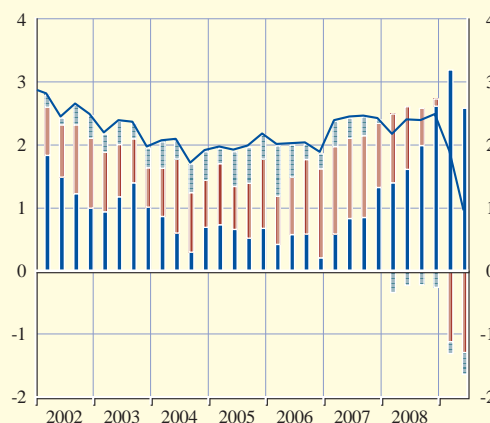


Fuente: Eurostat.

Gráfico C Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Costes laborales unitarios
- Beneficios por unidad de producto
- Impuestos por unidad de producto
- Deflactor del PIB



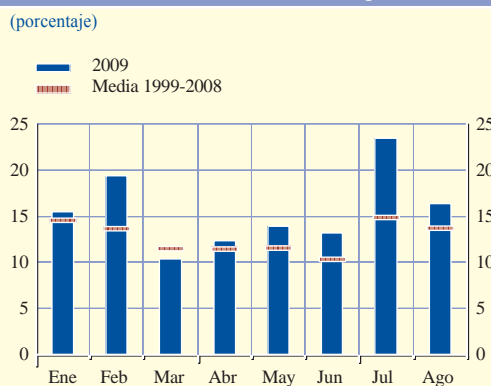
Fuente: Eurostat.

La evolución reciente de los márgenes refleja el deterioro del entorno económico, caracterizado por una considerable atonía y una débil demanda de consumo. En efecto, las presiones a la baja sobre la demanda influyen de forma significativa en la decisión de rebajar los precios². Ello concuerda con el hecho de que los recortes, en tasa interanual, de los precios de los componentes del IAPC excluidos los alimentos y la energía a lo largo de casi todo el año 2009 representan un porcentaje relativamente alto, en comparación con el porcentaje medio de descensos de los precios observado en los diez últimos años (véase gráfico D). Ello significa que los precios de distintos componentes del IAPC (por ejemplo, los automóviles y el transporte aéreo de pasajeros) han registrado tasas de variación interanual negativas durante varios meses consecutivos, lo que raramente había ocurrido en el pasado.

El actual descenso de los precios de los automóviles, registrado en el IAPC, se explica principalmente por la débil demanda interna y la fuerte competencia. En el caso de los precios del transporte aéreo, se observa la influencia combinada de factores internos y externos. La tasa de variación interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros ha disminuido de forma acusada desde mediados del 2008, tornándose negativa en marzo del 2009. En el segundo semestre del 2008, esta reducción se debió, fundamentalmente, al descenso de los precios del petróleo, que parece haberse transmitido a los precios de consumo con cierto retraso. Sin embargo, más recientemente la debilidad de la demanda puede haber desempeñado un papel importante, afectando, en particular, a los precios de los servicios relacionados con las vacaciones, en un entorno muy competitivo.

De cara al futuro, la evolución esperada de los determinantes de la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía sugeriría que esta medida seguirá mostrando una trayectoria ligeramente descendente, cuya magnitud y duración dependerán, fundamentalmente, del momento y de la fortaleza de la recuperación. En efecto, en las circunstancias actuales los factores internos deberían seguir ejerciendo presiones a la baja sobre la inflación. En particular, ante el deterioro de los mercados de trabajo la moderada evolución de los salarios debería atemperar las presiones sobre los costes. A la luz del esperado aumento de la inflación medida por el IAPC general, originado por fuertes efectos de base, la brecha entre la inflación medida por el IAPC general y la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía se cerrará probablemente en un próximo futuro.

Gráfico D Porcentaje del IAPC excluidos los componentes de alimentos y energía con tasas de variación interanual negativas



Fuente: Eurostat.
Nota: Los porcentajes se calculan en base a la ponderación del gasto de los componentes del IAPC excluidos los alimentos y la energía.

² Véase el artículo titulado «El proceso de determinación de precios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre del 2005.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

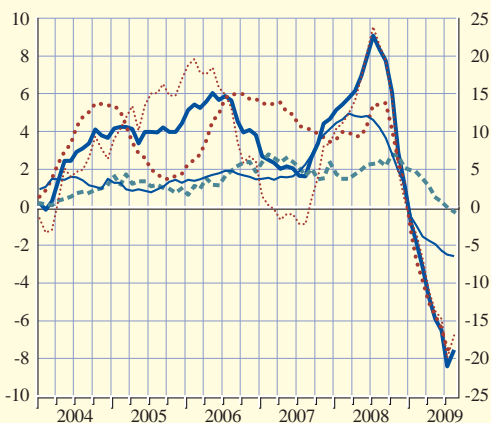
Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se mantienen en una senda muy moderada. Sin embargo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, se elevó hasta el $-7,5\%$ en agosto, desde el $-8,4\%$ de julio. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por el componente de energía, como resultado de efectos de base positivos y del aumento de los precios energéticos observado en agosto. En consecuencia, la tasa de variación interanual del componente energético se elevó hasta el $-16,9\%$ en agosto, desde el $-19,9\%$ de julio. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales disminuyó ligeramente en agosto, hasta el $-4,2\%$, frente al $-4,1\%$ del mes anterior, aunque los subcomponentes registraron una evolución dispar. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios aumentó levemente en agosto, hasta el $-7,4\%$, desde el $-7,5\%$ de julio, debido al incremento de los precios de las materias primas industriales. En cambio, 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 volvieron a descender en agosto, hasta el $-0,2\%$ y el $-2,6\%$, 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 también una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 22). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios y el índice de precios cobrados en el sector manufacturero aumentaron en septiembre, señalando una reducción de las presiones a la baja sobre los precios. Por el contrario, en el sector servicios los índices bajaron ligeramente, en comparación con el mes anterior, posiblemente como reflejo de una mayor competencia. Los índices de ambos sectores evidencian presiones a la baja sobre los precios en relación con el mes precedente, ya que se mantienen por debajo de 50.

Gráfico 21 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

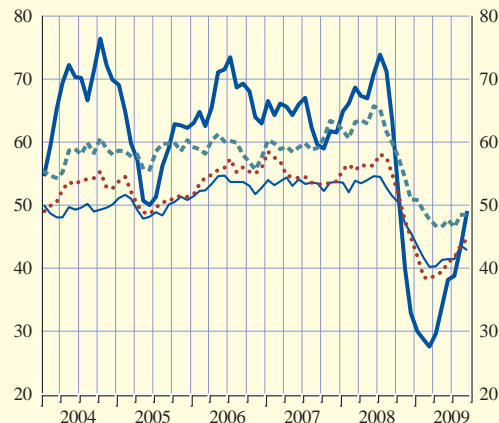


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



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

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

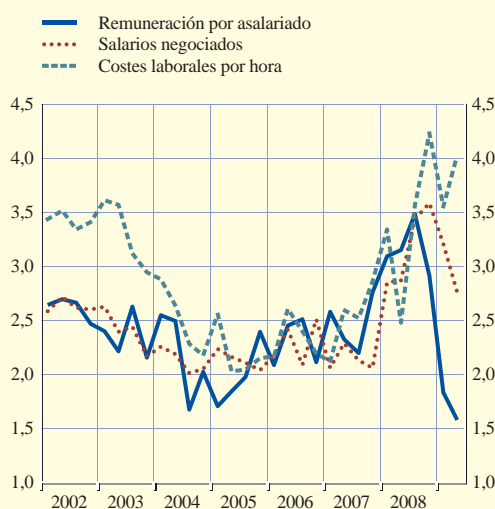
El crecimiento de los costes laborales, que había alcanzado valores máximos a finales del 2008, siguió registrando una desaceleración en el segundo trimestre del 2009, como resultado de un menor crecimiento de los salarios y de la disminución de las horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas diferencias en el comportamiento de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 23 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro descendió desde el 3,2% del primer trimestre del 2009 hasta el 2,8% del segundo trimestre. Esta caída fue probablemente reflejo de la menor capacidad de negociación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del aumento del desempleo y del acusado descenso de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan las subidas salariales pactadas en los convenios colectivos, este indicador tiende a responder a cambios en la situación económica con cierto retraso. En efecto, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados fue más elevada en el segundo trimestre que en cualquier otro trimestre del período 1997-2007. La información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber experimentado una nueva desaceleración al inicio del tercer trimestre del 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a descender, hasta el 1,6%, en el segundo trimestre del 2009, desde el 1,8% del primer trimestre. Esta desaceleración se observó de forma generalizada en toda la zona del euro y fue resultado del menor crecimiento de los salarios, de la reducción de las horas de trabajo y de recortes en los componentes flexibles de las remuneraciones. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado de la zona del euro alcanzó el 1,6% en el segundo trimestre del año, situándose en su nivel más bajo desde el inicio de la unión monetaria y casi 1 punto

Gráfico 23 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

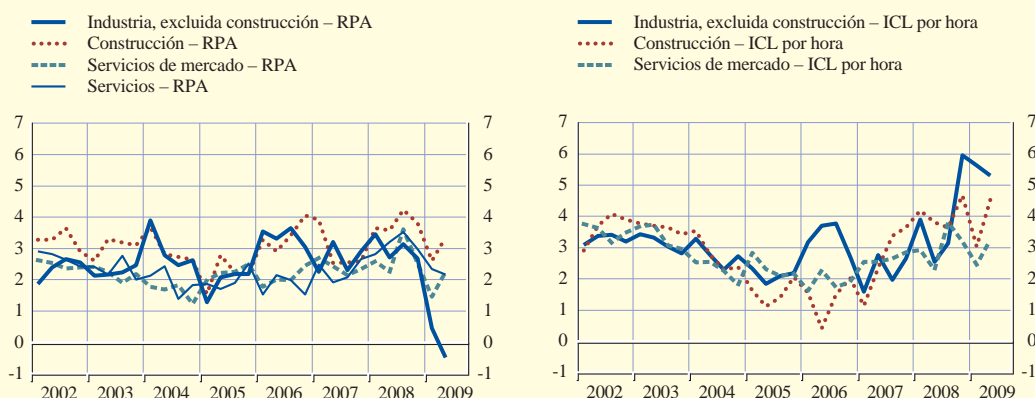
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

porcentual por debajo de su media desde 1999. La desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado observada en el segundo trimestre estuvo determinada, en gran medida, por la industria, excluida la construcción, y los servicios no de mercado. En la industria, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se tornó negativa, mientras que aumentó en los servicios de mercado, tras alcanzar un mínimo histórico en el primer trimestre (véase gráfico 24).

La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se mantuvo en un nivel elevado, el 4%, en el segundo trimestre del 2009, lo que supuso un ligero repunte con respecto a las tasa más reducida registrada en el primer trimestre del año. La persistencia de un fuerte crecimiento de los costes laborales por hora parece ser todavía consecuencia del impacto de las medidas adoptadas para reducir el número de horas trabajadas por asalariado en distintas economías de la zona del euro, ya que el menor número de horas trabajadas va acompañado con frecuencia de un recorte menos que proporcional de la remuneración¹. Debido a que el sector industrial es el que se ve más afectado por estas medidas de ajuste, en el segundo trimestre del 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector, concretamente en un 5,3%, frente a un 4,5% en la construcción y un 3,2% en el sector servicios. Además, el hecho de que la Semana Santa cayera en el segundo trimestre en el 2009 (frente al primer trimestre en el 2008) supuso también una reducción de las horas trabajadas en términos interanuales, lo que elevó los costes laborales por hora en el segundo trimestre del 2009.

En el segundo trimestre del 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado experimentó un menor descenso, un 3,1%, que en el primer trimestre, en el que había caído un 3,7%. Esta menor caída de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado, contribuyó a reducir ligeramente la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios, que bajó al 4,8% en el segundo trimestre del 2009, desde el 5,8% del primer trimestre. No obstante, considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios desde el inicio de la unión monetaria es del 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

¹ Véase también el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual de junio del 2009.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán estando principalmente determinadas por los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía en el 2008. Debido también a efectos de base, se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan en los próximos meses a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Por otro lado, cabe esperar que los precios y costes continúen registrando una evolución 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 evolución de los precios están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Después de las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009. Los indicadores de opinión disponibles continuaron apuntando a una estabilización sostenida de la actividad económica. En concreto, la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que el ciclo de existencias contribuya positivamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre del 2009, tras las aportaciones tan negativas efectuadas en el primer semestre del año. En general, se prevé que la recuperación siga siendo bastante desigual. En el corto plazo, la recuperación se basará en distintos factores transitorios, pero es probable que, en el medio plazo, se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados. Sin embargo, la incertidumbre sigue siendo elevada y la persistente volatilidad de los datos exige que la información disponible se interprete con cautela.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El ritmo de descenso de la actividad en la zona del euro se desaceleró de forma acusada en el segundo trimestre del 2009. Según la segunda estimación de Eurostat, publicada el 7 de octubre, el PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, tras un descenso del 2,5% en el primer trimestre del año (véase gráfico 25).

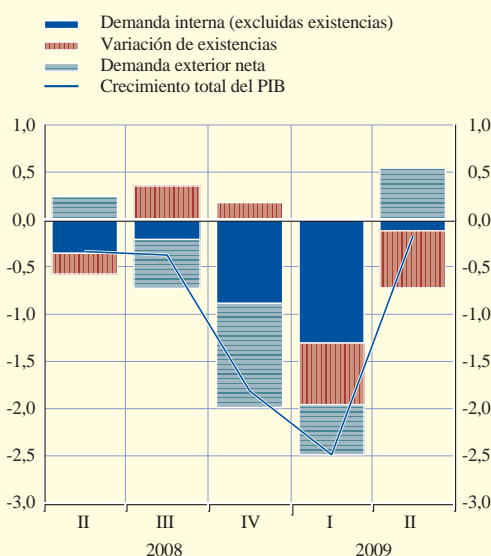
La segunda estimación de Eurostat confirmó que la caída observada en el PIB real durante el segundo trimestre fue consecuencia de la importante contribución negativa de las existencias y de una aportación ligeramente negativa de la demanda interna, que se vieron compensadas en gran medida por una contribución positiva de la demanda exterior neta. La estimación para el segundo trimestre señala la primera mejora en el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro desde el inicio del 2008 y corrobora la opinión de que la actividad económica en la zona tendió a estabilizarse en la primavera, tras los descensos observados en los tres trimestres anteriores.

El crecimiento del consumo privado volvió a situarse en territorio positivo en el segundo trimestre del 2009, tras haber registrado una acusada contracción en los dos trimestres anteriores. Según la segunda estimación de Eurostat, el consumo privado creció un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre.

Los indicadores de opinión del consumo privado continuaron señalando una mejora del sentimiento de los consumidores. De hecho, la confianza de los consumidores de la zona del euro siguió aumentando en septiembre por sexto mes consecuti-

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.

vo (véase gráfico 26). Con todo, la confianza se mantuvo en un nivel inferior a su media de largo plazo en el tercer trimestre.

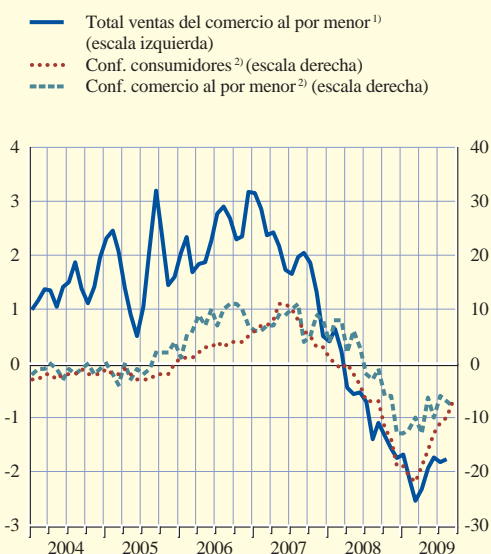
En cuanto a los datos cuantitativos relativos al gasto de los hogares, la reciente dinámica del comercio al por menor apunta a que la tendencia descendente observada desde mediados del 2008 ha tocado fondo. Las ventas al por menor (incluidas las ventas de los combustibles) se contrajeron un 0,2%, en tasa intermensual, en agosto, tras una reducción de la misma magnitud en el mes anterior.

La introducción de ayudas públicas para incentivar a los consumidores a sustituir los coches viejos por otros nuevos constituyó un apoyo relativamente considerable al gasto de los hogares en el segundo trimestre del 2009. Los datos mensuales relativos a julio y agosto sugieren que las ayudas han seguido respaldando la demanda. En este contexto, en el recuadro 4 se analiza el efecto que las ayudas a la adquisición de automóviles tienen en la actividad general.

En general, si bien la evolución reciente de las encuestas de opinión de los consumidores apunta a una mejora de la confianza, los últimos datos sobre el co-

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.

Recuadro 4

LOS EFECTOS DE LOS PLANES DE SUSTITUCIÓN DE AUTOMÓVILES EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En los últimos meses, las políticas fiscales han centrado su atención en medidas a corto plazo para contener el impacto de las turbulencias en los mercados financieros sobre la economía real. En muchos países de la zona del euro se han puesto en marcha planes específicos de sustitución de automóviles, con el fin de apoyar la producción en el sector de la automoción. En este recuadro se presenta una visión general de las medidas adoptadas en distintos países de la zona, y se analizan sus posibles efectos económicos.

El sector del automóvil, que se caracteriza por fuertes vínculos con otros sectores importantes a lo largo de la cadena de valor, representa una parte considerable de la economía de la zona del euro. Desde comienzos del 2008 ha registrado una caída de la demanda, sobre todo de vehículos comerciales, siendo uno de los sectores más afectados por las turbulencias financieras y por la grave recesión económica. Hasta el momento, once países pertenecientes a la zona del euro han puesto en marcha —o están a punto de hacerlo— planes de ayuda al automóvil a fin de mitigar el impacto de la recesión¹.

1 Para más información, véase la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés), «Overview of vehicle scrapping schemes in the EU», 26 de agosto de 2009, http://www.acea.be/images/uploads/files/20090826_Fleet_renewal_schemes.pdf.

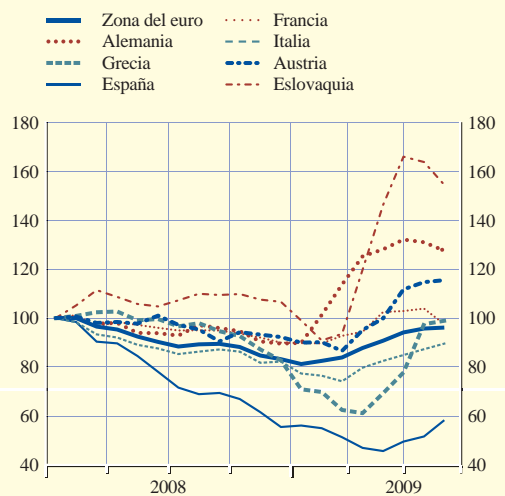
El primero de estos planes se inició en diciembre del 2008, y se prevé que la mayoría de ellos estén en vigor hasta finales del 2009, o, en algunos casos, hasta septiembre del 2010. La ayuda financiera a los consumidores suele estar condicionada a la sustitución de los vehículos antiguos y/o a la compra de otros nuevos o seminuevos que, por lo general, son menos nocivos para el medio ambiente. Se estima que el coste presupuestario de estos planes no llegará al 0,1% del PIB en el conjunto de la zona del euro en el período 2009-2010.

Parece que las medidas han tenido éxito en la medida en que han sostenido la demanda a corto plazo de automóviles nuevos. Como se observa en el gráfico A, las matriculaciones de vehículos en la zona del euro han aumentado considerablemente en el transcurso del 2009, recuperándose del descenso experimentado en el 2008. Las matriculaciones se incrementaron en mayor medida en Alemania, Austria y Eslovaquia durante los ocho primeros meses del 2009, como consecuencia de los incentivos relativamente importantes ofrecidos en esos países. No obstante, el efecto al alza que han tenido estas medidas de estímulo fiscal sobre la demanda de automóviles nuevos no ha sido lo suficientemente importante como para compensar la reducción de la demanda total de vehículos en la zona del euro, derivada en particular de la caída de la demanda exterior de automóviles nuevos. La producción de los fabricantes de vehículos de motor, remolques y semirremolques siguió descendiendo de forma acusada durante el primer semestre del 2009, y en la zona del euro cayó un 31,1%, en tasa interanual, en el segundo trimestre del 2009. En este contexto, cabe destacar que parte del estímulo fiscal no ha sido efectivo en la medida que algunos hogares habrían tenido que reemplazar sus coches viejos incluso sin las ayudas y, por lo tanto, han obtenido unas ganancias imprevistas.

A nivel macroeconómico, existe evidencia de que, en el primer semestre del 2009, el aumento de las matriculaciones de automóviles tuvo un efecto al alza sobre el consumo privado en la zona del euro en su conjunto. Este efecto ha sido más pronunciado en una serie de países que pusieron en marcha tales planes en una etapa relativamente temprana, en particular, Alemania, Francia, Italia y Austria. Se espera que se produzca un cierto impacto al alza en el segundo semestre del año en los países que han puesto en práctica o han actualizado estos planes más recientemente, como Grecia, España y los Países Bajos. Dada la elevada cuota de importación de la demanda de vehículos y del hecho de que los planes de sustitución de automóviles hayan sido diseñados para evitar la discriminación de los fabricantes extranjeros de vehículos, también es de prever que el aumento de las matriculaciones en los distintos países provoque una subida de las importaciones de coches de otros países. Se ha informado de la existencia de estas externalidades en Alemania, donde las importaciones de automóviles repuntaron un 11,5% entre enero y mayo del 2009, como consecuencia, en particular, de las importaciones de coches relativamente pequeños y menos caros de Francia, Italia, Eslovaquia y Rumania². En su con-

Gráfico A Matriculaciones de automóviles en algunos países de la zona del euro

(índices de medias móviles de tres meses; enero de 2008 = 100; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: ACEA y cálculos del BCE.
Nota: Los últimos datos se refieren a agosto del 2009.

2 Véase Destatis, «Erste Bilanz nach Einführung der Umweltprämie», Pressemitteilung n.º 302, 17 de agosto de 2009.

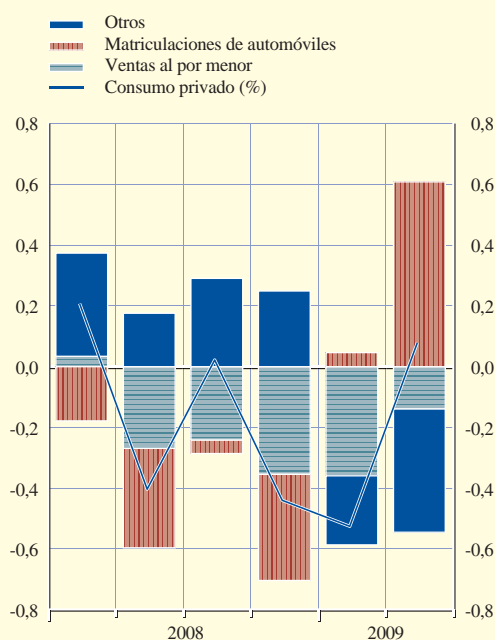
junto, es probable que el impacto a corto plazo sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el primer semestre del 2009 haya sido positivo, aunque relativamente reducido.

Efectivamente, los planes de sustitución de automóviles también han tenido algunos efectos adversos —inmediatos y futuros— sobre la actividad, que se han de tener en cuenta al evaluar las repercusiones generales de estas medidas. En primer lugar, la demanda de otros bienes duraderos (como mobiliario, pero también reparación de automóviles) está moderándose, debido tanto al efecto directo de las adquisiciones de automóviles sobre los presupuestos de las familias como al impacto distorsionante sobre los precios relativos. En la medida en que la compra de vehículos nuevos ha desplazado la de otros bienes duraderos, el efecto de estas medidas sobre el consumo privado y la actividad económica general es menor que el impacto directo sobre las ventas de automóviles nuevos. La importancia de este efecto desplazamiento puede observarse en el gráfico B, que muestra el crecimiento trimestral del consumo privado real y la contribución de las ventas al por menor (excepto las ventas de vehículos de motor y motocicletas), las ventas de automóviles (calculadas a partir de las matriculaciones), y otros gastos. En el primer semestre 2009, parece que la contribución positiva de las ventas de automóviles se vio compensada en gran medida por la correspondiente contribución negativa de otras compras³.

En segundo lugar, cabe esperar un impacto negativo sobre la demanda de vehículos nuevos una vez que estas medidas hayan desaparecido. Los planes de sustitución de automóviles reducen el precio actual de los vehículos con respecto a la compra futura y, por lo tanto, provocan un adelanto en la adquisición de turismos. Cuanto más se adelanten las compras de vehículos al 2009 como consecuencia de estas medidas, mayor será la corrección. En encuestas realizadas en Alemania, en torno a la mitad de los encuestados informaron de que habían adelantado las compras de automóviles al 2009 debido a las ayudas. En tal caso, se podría esperar un debilitamiento sustancial de la demanda de turismos a comienzos del 2010⁴. En la medida en que las ayudas a la sustitución de automóviles han hecho caer la edad media del parque de vehículos, prevalecerá en el medio plazo un efecto adverso sobre la demanda de coches nuevos. Además, si los hogares redujeran sus ahorros o aumentaran su endeudamiento para financiar la adquisición de vehículos nuevos, cabría esperar un impacto negativo sobre el crecimiento futuro del consumo privado general, en tanto que los hogares necesiten reducir nuevamente su endeudamiento e incrementar sus ahorros.

Gráfico B Consumo privado en la zona del euro y principales componentes

(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

3 Una importante salvedad aplicable a dichos cálculos es que los planes de sustitución de automóviles parecen haber cambiado la estructura de las ventas de vehículos hacia los coches más pequeños y baratos.

4 Véase Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, «Die Konjunktur im Inland», Konjunkturbericht 2009-2, septiembre del 2009, pp. 51-53.

Por último, desde una perspectiva de política económica más general, conviene tener en cuenta que las medidas fiscales que benefician a un sector específico causan distorsiones en los precios relativos que podrían impedir los ajustes estructurales necesarios, provocar un aumento de las presiones procedentes de los grupos de presión para introducir ayudas adicionales y distorsionar la igualdad de condiciones en la competencia internacional. Además, la retirada temprana de automóviles que aún siguen funcionando como consecuencia de los incentivos fiscales a los hogares reduce el bienestar económico de una economía.

En resumen, los planes de sustitución de vehículos en los países de la zona del euro parece que han proporcionado un apoyo significativo a la producción de automóviles en el primer semestre 2009 y se espera que lo continúen haciendo en el segundo semestre del año (aunque el efecto más importante sobre las tasas de crecimiento intertrimestrales podría haberse registrado en el segundo trimestre). No obstante, es probable que el impacto al alza sobre la actividad general en la zona del euro en el 2009 pueda pasar a ser negativo en el 2010. En general, dados sus efectos distorsionantes, estas medidas deberían llevarse a la práctica con cautela, pues podrían dificultar la eficiencia del funcionamiento de una economía de mercado libre y retrasar los ajustes estructurales necesarios, perjudicando con ello las perspectivas de la renta y del empleo en el largo plazo.

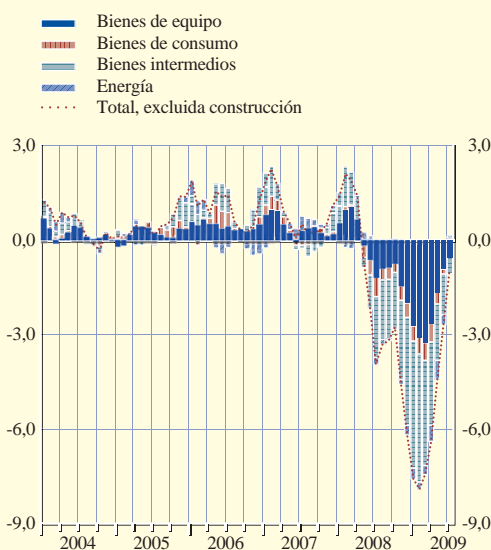
mercado minorista y las ventas de automóviles son coherentes con la valoración de que el gasto de los hogares fue relativamente débil en la última parte del 2009.

En línea con el patrón observado en períodos anteriores de recesión económica, la formación bruta de capital fijo ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual desaceleración de la actividad económica. En el segundo trimestre del 2009, la formación bruta de capital fijo disminuyó un 1,5%, en tasa intertrimestral. Esta disminución fue, sin embargo, mucho menos pronunciada que las observadas en el cuarto trimestre del 2008 y en el primer trimestre del 2009, en los que la inversión cayó un 3,5% y un 5,4%, respectivamente. La segunda estimación de Eurostat confirmó que la inversión excluida la construcción (principalmente, activos destinados a su utilización en la producción de bienes y servicios) representaba la mayor parte del retroceso de la inversión agregada, mientras que el descenso de la inversión en construcción fue menos acusado.

Se estima que el crecimiento de la inversión se mantendrá en tasas negativas en el segundo semestre del 2009. Al permanecer estancada la demanda final, se considera que la evolución de la actividad desempeñará un papel neutral en las decisiones de inversión. Al mismo tiempo, se prevé que al seguir descendiendo los beneficios, las necesidades de financiación externa ejercerán, probablemente, una presión a la baja sobre la inversión. Como aspecto positivo cabe destacar que se espera que el descenso del coste de financiación real en los últimos trimestres respalde de forma creciente a la inversión.

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.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat del valor añadido real en el segundo trimestre del 2009 mostró una nueva contracción en la industria, mientras que la tasa de crecimiento intertrimestral de la rama de servicios retornó a territorio positivo, tras haber descendido durante dos trimestres consecutivos.

Los indicadores mensuales sugieren que la actividad se estabilizó ligeramente en el tercer trimestre del 2009, mientras que la producción industrial de la zona del euro (excluida la construcción) cayó un 0,3%, en tasa intermensual, en julio. Cuando se calcula la media de la volatilidad mensual, se observa que la producción se ha estabilizado en los últimos meses. Es importante señalar que los indicadores de coyuntura —por ejemplo, las tasas de variación intermensual de series ajustadas de estacionalidad, como las de producción industrial— deberían interpretarse en la actualidad con mucho más cautela que en una situación económica más calmada.

Las encuestas de opinión también apuntan a una mejora sostenida de la actividad industrial, aunque partiendo de niveles bajos (véase gráfico 28). El índice de directores de compras de las manufacturas siguió mejorando en septiembre, y alcanzó un nivel cercano a 50 (un valor superior a 50 indica un aumento de la producción y un valor inferior, un descenso). El incremento observado en septiembre refleja la mejora registrada en todos los componentes, a excepción del empleo, que se mantuvo sin cambios en niveles reducidos. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea, confirman, en general, los datos de la encuesta a los directores de compras.

MERCADO DE TRABAJO

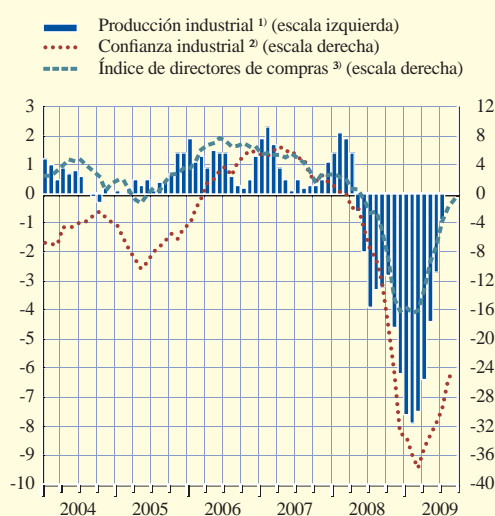
La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. La segunda estimación de Eurostat confirma que el empleo en la zona descendió un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del 2009, por cuarto trimestre consecutivo (véase cuadro 6). La contracción observada en el empleo durante el segundo trimestre tuvo su origen, principalmente, en la industria, mientras que el empleo en el sector servicios se mantuvo prácticamente sin cambios.

Las encuestas de opinión apuntan a un nuevo deterioro del empleo en el tercer trimestre del 2009 (véase gráfico 29). En septiembre, las intenciones de creación de empleo recogidas en la encuesta a los directores de compras se mantuvieron en niveles muy reducidos tanto en lo que se refiere a la industria como a los servicios. Las últimas encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo sugieren que las perspectivas para el empleo son moderadas.

Como consecuencia de la contracción de la actividad económica y de la relativa capacidad de resis-

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.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

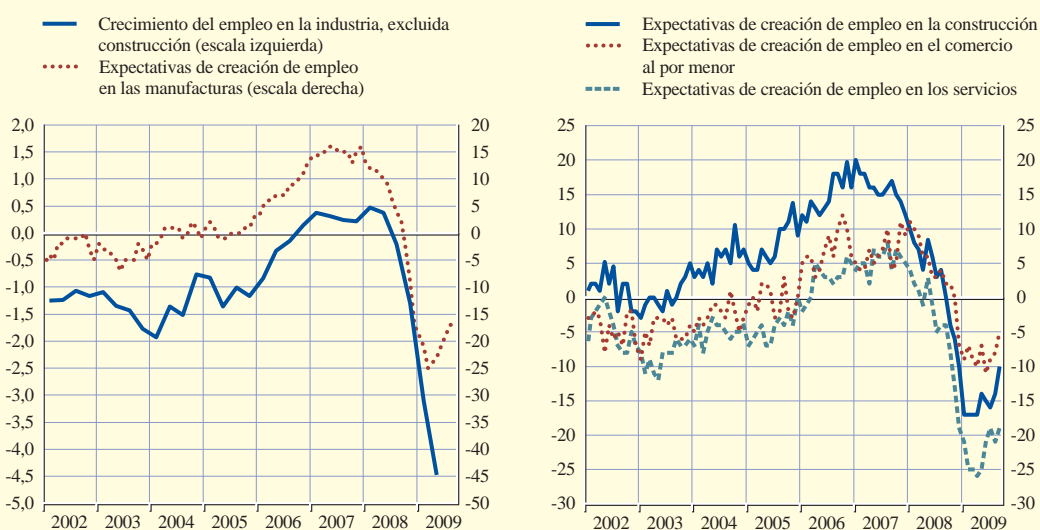
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

tencia del crecimiento del empleo en los doce últimos meses, la productividad del trabajo (en términos de producto por empleado) siguió disminuyendo en el segundo trimestre del 2009, y cayó un 3,1%, en tasa interanual (véase gráfico 30). La mayor parte del descenso de la productividad del trabajo se debió al sector industrial, mientras que, en los servicios, la reducción fue relativamente moderada. La dinámica a corto plazo sugiere que la productividad del trabajo en la zona del euro mejoró en el segundo trimestre, debido, principalmente, a la estabilización de la economía. De cara al futuro, se espera que la productividad se recupere gradualmente en la última parte del 2009, impulsada por la conjunción de una nueva contracción del empleo y de un fortalecimiento paulatino de la actividad económica.

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.

La tasa de desempleo en la zona del euro alcanzó el 9,6% en agosto (véase gráfico 31), un incremento de 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes anterior. El paro en la zona se sitúa actualmente en su nivel más elevado desde comienzos de 1999. Para un análisis más detallado de la relación existente en la zona del euro entre las variaciones observadas en el producto y en el desempleo desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria, véase el recuadro 5.

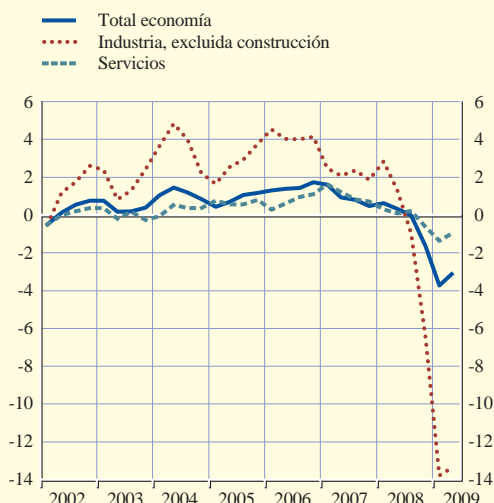
4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Después de las tasas de crecimiento tan negativas observadas en torno a final de año, según la segunda estimación de Eurostat, la actividad económica de la zona del euro sólo se deterioró ligeramente en el segundo trimestre del 2009, contrayéndose un 0,2% con respecto al trimestre anterior. Los indicadores de opinión disponibles continuaron apuntando a una estabilización sostenida de la actividad económica. En concreto, la zona del euro debería beneficiarse de la recuperación de las exportaciones, de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Además, se espera que el ciclo de existencias contribuya positivamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre del 2009, tras las aportaciones tan negativas efectuadas en el primer semestre del año. En general, se prevé que la recuperación sea bastante desigual. En el corto plazo, la recuperación se basará en distintos factores transitorios, pero es probable que, en el medio plazo, se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros de la economía, tanto dentro como fuera de la zona del euro.

Los riesgos para estas perspectivas económicas siguen estando prácticamente equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de

Gráfico 30 Productividad del trabajo

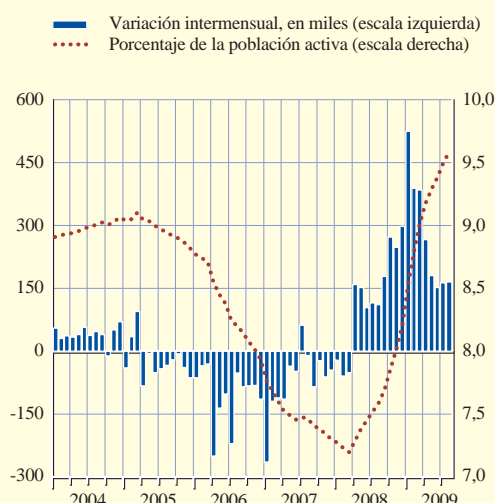
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

Recuadro 5

RELACIONES ENTRE EL PRODUCTO Y EL DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO

El desempleo en la zona del euro mostró una tendencia descendente la introducción del euro hasta la primavera del 2008, situándose en marzo de ese año en el 7,2%, el mínimo de los 25 años anteriores. Con el inicio de las turbulencias financieras y la acusada recesión económica consiguiente, el desempleo comenzó a crecer considerablemente. En agosto del 2009, la tasa de paro de la zona se situaba en el 9,6%, la más alta registrada en una década. En este recuadro se analiza la relación entre las variaciones del producto y el desempleo en la zona del euro desde la introducción del euro, y examina las distintas experiencias de los países de la zona del euro.

En la literatura económica se ha estudiado ampliamente la relación entre las variaciones simultáneas registradas en el crecimiento económico y en el desempleo, a la que se le suele denominar «Ley de Okun». Más una regla empírica que una relación basada en la teoría, la Ley de Okun sugiere que un descenso del 2%-3% en el producto está asociado con el aumento de 1 punto porcentual en la tasa de desempleo agregada¹.

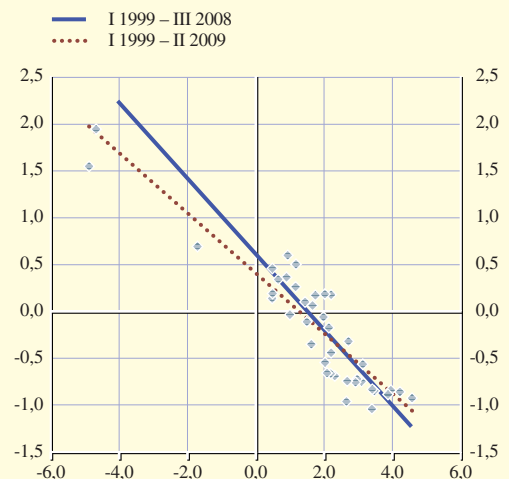
Evolución en la zona del euro

En el gráfico A se presentan las variaciones interanuales de la tasa de desempleo y se comparan con las variaciones interanuales del PIB, sobre la base de datos trimestrales, desde el inicio de la UEM en 1999 hasta el segundo trimestre del 2009. Si se considera el período transcurrido hasta el tercer trimestre del 2008, los datos sugieren que un aumento del 1% (o, por el contrario, una caída del 1%) del PIB de la zona del euro ha estado asociado con un descenso simultáneo de 0,4 puntos porcentuales (o un incremento de 0,4 puntos porcentuales) de la tasa de paro de la zona del euro². Ello puede observarse en la línea de tendencia estimada para el período, que aparece en negrita en el gráfico A. La relación estimada entre la evolución del desempleo y del PIB se vería muy afectada si se incluyeran las tres últimas observaciones, que abarcan el período en el que la recesión fue más severa, y el coeficiente estimado disminuiría a 0,3 (como se muestra en la línea de puntos del gráfico A).

Gráfico A La relación entre las variaciones en el producto y en el desempleo en la zona del euro desde la introducción del euro

(variaciones interanuales en porcentaje; puntos porcentuales, datos trimestrales)

Eje de abscisas: Variaciones interanuales del PIB de la zona del euro en porcentaje
Eje de ordenadas: Variaciones interanuales de la tasa de desempleo de la zona del euro en puntos porcentuales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1 Okun sugiere una relación de $-0,3$ entre las variaciones del PIB y del desempleo en Estados Unidos durante el período 1948-1960, sobre la base de datos trimestrales. Véase A. M. Okun (1962), «Potential GNP: Its Measurement and Significance», American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, pp. 98-104.
- 2 Una simple regresión por mínimos cuadrados ordinarios cuantifica la relación $\Delta U = -0,40 \Delta GDP (-10,4) + 0,60 (6,4)$, donde ΔU representa la variación interanual absoluta en puntos porcentuales de la tasa de desempleo armonizada y ΔGDP mide la variación interanual del PIB de la zona del euro; los estadísticos t figuran entre paréntesis; $R^2 = 0,75$ de las 39 observaciones del período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el tercer trimestre del 2008.

Como consecuencia de la reciente recesión económica, entre el segundo trimestre del 2008 y el segundo trimestre del 2009, el PIB de la zona del euro se contrajo en torno a un 4,8%, mientras que el desempleo aumentó 1,9 puntos porcentuales. Esto refleja, en parte, las medidas adoptadas en varios países para reducir el número de horas trabajadas por asalariado, aunque existen diferencias considerables entre los países de la zona del euro.

Evolución por países

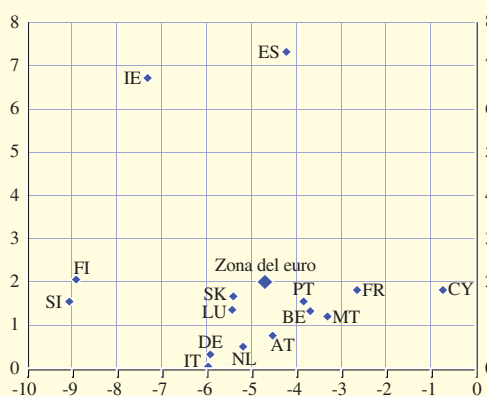
En el gráfico B se muestran los aumentos interanuales de las tasas de desempleo, en puntos porcentuales, y las tasas de variación interanual del PIB para la zona del euro en su conjunto y para los países de la zona desde el segundo trimestre del 2008 hasta el segundo trimestre del 2009. Si bien el gráfico B debe interpretarse con cautela —sobre todo, debido a las diferencias entre los países de la zona del euro en cuanto a la rapidez con que se ha efectuado el ajuste del desempleo—, los mercados de trabajo nacionales parecen haber reaccionado de forma bastante diferente a la actual recesión. Varios países de la zona de euro han registrado incrementos del desempleo bastante moderados a pesar de las contracciones relativamente importantes del PIB (sobre todo, Alemania, Italia y los Países Bajos). Otros, por el contrario, han registrado aumentos desproporcionadamente grandes en las tasas de paro, si se compararan con la media de la zona del euro (sobre todo, España e Irlanda). En relación con la magnitud de las contracciones que se han observado en los PIB respectivos, el desempleo en Chipre y Francia ha registrado alzas relativamente importantes durante el período en estudio.

Puede haber muchos motivos que expliquen la diversidad observada entre los distintos países. Es probable que las diferencias en las políticas de empleo y en las instituciones relacionadas con los mercados de trabajo de los países de la zona afecten a la rapidez con la que se ajustan dichos mercados. Las distintas legislaciones sobre protección del empleo y las diferencias en la cobertura entre los distintos países (es decir, si dicha legislación incluye a todos los trabajadores o excluye a determinados colectivos, como los trabajadores jóvenes), las variaciones en el porcentaje de contratos indefinidos o temporales, así como las diferencias en las iniciativas diseñadas para abordar las fluctuaciones temporales de producción (planes de reducción de las horas trabajadas mediante subvenciones públicas, exenciones de las cotizaciones a la Seguridad Social para las empresas, etc.), influyen indudablemente en el ajuste de los mercados de trabajo de los distintos países³. Del mismo modo, las diferencias entre las instituciones encargadas de fijar los salarios, que inciden en el ritmo al que se pueden ajustar los salarios ante perturbaciones en la producción, proporcionan un margen adicional para que se produzcan va-

Gráfico B Pérdidas en el producto y aumentos del desempleo desde el segundo trimestre del 2008 hasta el segundo trimestre del 2009

(puntos porcentuales; variaciones en porcentaje)

Eje de abscisas: Variaciones interanuales del PIB en porcentaje
Eje de ordenadas: Variaciones de la tasa de desempleo en puntos porcentuales



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos relativos a Grecia no están disponibles. Los datos de Luxemburgo se refieren al período comprendido entre el primer trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009.

3 Véase también el recuadro titulado «Ajustes de los mercados de trabajo durante la actual contracción de la actividad económica», en el Boletín Mensual del BCE de junio del 2009.

riaciones en la evolución de los mercados de trabajo. Además, la evidencia sugiere que en aquellos lugares en que tales instituciones reducen la flexibilidad laboral, podría haber efectos más persistentes sobre el desempleo⁴.

Los responsables de la política económica en una serie de países de la zona del euro han efectuado considerables esfuerzos para mantener el empleo durante la actual recesión, adoptando distintas medidas a corto plazo para conseguirlo. En tanto que tales medidas dificultan la reasignación de trabajadores de los sectores menos productivos a los más productivos, o ponen trabas a la necesaria reestructuración de las empresas enfrentadas a nuevos retos económicos, su aplicación prolongada podría perjudicar en el largo plazo al crecimiento de la productividad y a la competitividad internacional de la zona del euro. Por lo tanto, la intensificación de los esfuerzos para llevar a cabo reformas estructurales en los mercados de trabajo de la zona del euro contribuiría a impulsar la competitividad y mejorar así las perspectivas para el crecimiento del empleo en el largo plazo. Entre estos esfuerzos se incluyen reformas de la legislación sobre protección del empleo una vez que la economía retome una senda de recuperación firme, con el fin de reducir la segmentación del mercado de trabajo y de ayudar a que se produzca una reasignación sectorial de los trabajadores; reformas de los sistemas impositivos y de protección social para aumentar los incentivos a trabajar; y nuevos esfuerzos para incrementar la flexibilidad de los sistemas de fijación de salarios.

4 Véase O. Blanchard y J. Wolfers (2000), «The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: the aggregate evidence», Royal Economic Society, *Economic Journal*, vol. 100, pp. C1-33.

otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez, el deterioro de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado y la demanda exterior podría resultar ser mayor de lo previsto. Por otro lado, siguen preocupando la mayor intensidad y duración de la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, la intensificación de las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Al mismo tiempo, la incertidumbre en torno a estas perspectivas sigue siendo mayor de lo habitual.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

Tras un período de estabilización durante el verano del 2009, el tipo de cambio del euro se fortaleció en términos efectivos nominales en septiembre, principalmente como resultado de su apreciación frente al dólar estadounidense y la libra esterlina. Esta apreciación vino acompañada de un nuevo descenso de la volatilidad del tipo de cambio frente a un conjunto amplio de monedas.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras un período de estabilización en el verano del 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 apreció en septiembre. El 7 de octubre se situaba un 1,8% por encima del nivel registrado a finales de junio y un 2,8% por encima de la media del 2008. Entre finales de junio y el 7 de octubre, la apreciación estuvo determinada, principalmente, por la evolución de los tipos de cambio bilaterales frente a la libra esterlina y el dólar estadounidense, que solo se contrarrestó en parte con la depreciación experimentada frente al yen japonés y algunas de las monedas de los Estados miembros de la UE (véase gráfico 32).

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres últimos meses, el euro se ha apreciado moderadamente frente al dólar estadounidense (véase gráfico 33). El dólar estadounidense también se depreció frente a un conjunto más amplio de monedas, al parecer como resultado de los bajos tipos de interés vigentes en Estados Unidos y de una moderación de las percepciones del riesgo a escala mundial, que dieron lugar a una cierta corrección de los movimientos de flujos que, en busca de activos más seguros, habían favorecido al dólar tras el inicio de la crisis financiera mundial. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro siguió reduciéndose, aproximándose a niveles cercanos a la media de los diez últimos años. El 7 de octubre de 2009, el euro cotizaba a 1,47 dólares estadounidenses, un 4,0% por encima del nivel de finales de junio del

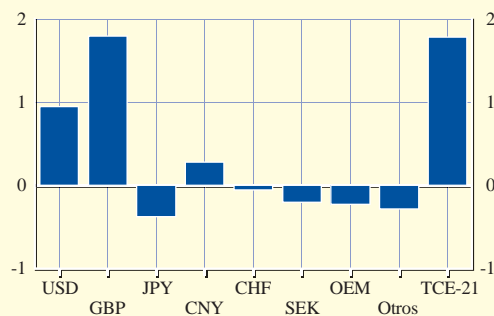
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

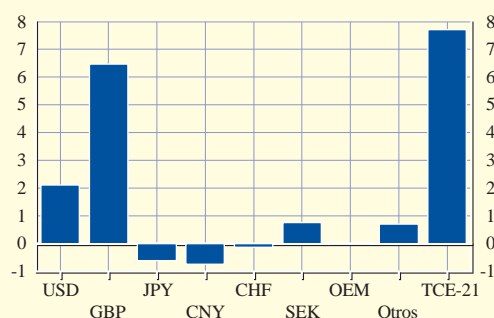
Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 30 de junio de 2009 al 7 de octubre de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 7 de octubre 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.

2009 y prácticamente a la par de la media observada durante el 2008.

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses, el euro ha fluctuado frente al yen japonés en un intervalo de 128 a 138 yenes, al parecer como consecuencia de las variaciones de la percepción general del riesgo en los mercados financieros. Más recientemente, la valoración, por parte de los mercados, de la posición de las autoridades japonesas respecto al tipo de cambio del yen puede también haber afectado a su evolución. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de este par de monedas ha seguido reduciéndose, aunque se ha mantenido por encima de la media histórica. El 7 de octubre, el euro cotizaba a 130,7 yenes, un 3,6% por debajo del nivel observado a finales de junio y un 14,2% por debajo de la media del 2008.

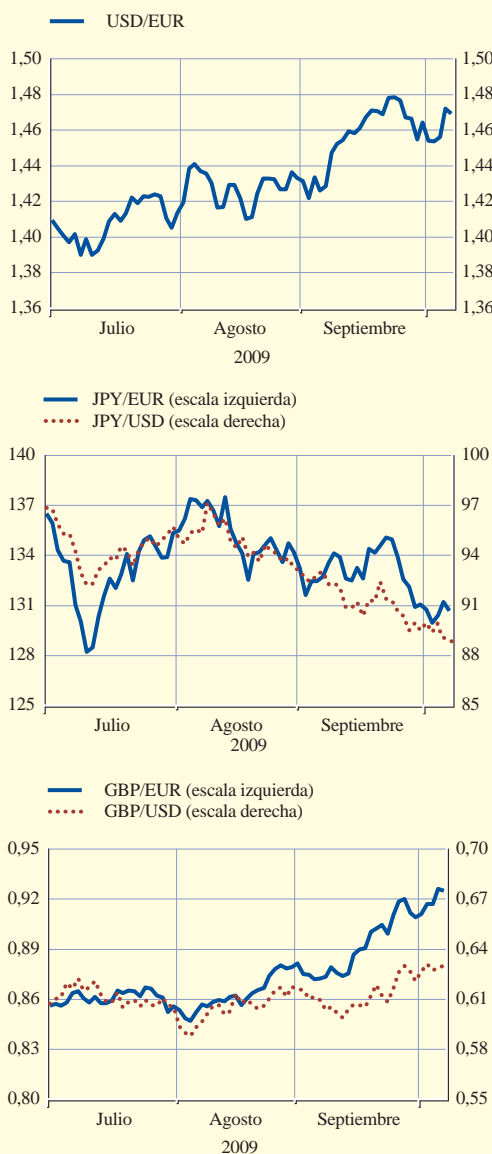
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

Entre finales de junio y el 7 de octubre, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro y han seguido cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). No obstante, el lats letón se depreció en septiembre y se desplazó hacia la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente, en un clima de inquietud en los mercados respecto al cumplimiento de las condiciones inherentes a la asistencia financiera internacional.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se ha apreciado considerablemente frente a la libra esterlina en los tres últimos meses. El 7 de octubre, cotizaba un 8,5% por encima del nivel de finales de junio. La evolución reciente del tipo de cambio bilateral del euro frente a la libra esterlina estuvo determinada, al parecer, por la incertidumbre de los mercados respecto a las perspectivas económicas del Reino Unido. Durante el mismo período, el ritmo de depreciación frente al zloty polaco, el forint húngaro y la corona checa —que había sido casi constante desde principios de marzo del 2009— experimentó una desaceleración. El 7 de octubre, el euro cotizaba frente a estas tres monedas un 5,3%, un 1,3% y un 0,8%, respectivamente, por debajo de los niveles observados a finales de junio. El euro también se depreció frente a la moneda sueca, un 4,2% durante este período, aparentemente al disiparse las inquietudes de los mercados respecto a las perspectivas económicas de algunos Estados bálticos.

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

OTRAS MONEDAS

Entre finales de junio y el 7 de octubre, el euro se depreció un 0,8% frente al franco suizo, en un clima de ciertas fluctuaciones tras los informes de los mercados respecto a una posible intervención del Banco Nacional de Suiza en los mercados de divisas. Durante el mismo período, el euro se depreció frente al dólar australiano, el won de Corea del Sur y el dólar canadiense en un 4,9%, un 4,6% y un 4,5%, respectivamente.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro está dando cada vez más señales de estabilización y las exportaciones están superando a las importaciones. Por consiguiente, el déficit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se ha reducido en los últimos meses hasta 108,7 mm de euros en el año transcurrido hasta julio del 2009 (1,2% del PIB). En la cuenta financiera, las repercusiones de la crisis financiera mundial se han ido disipando gradualmente. Han disminuido las repatriaciones de fondos y las transacciones financieras con el resto del mundo parecen apuntar a una moderación de las preferencias de los inversores por los activos seguros y líquidos.

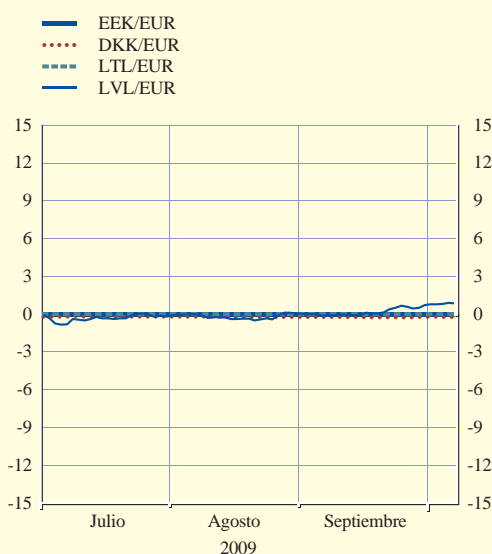
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Tras la fuerte contracción experimentada hacia principios de este año, el comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro está dando cada vez más señales de estabilización, especialmente en lo que se refiere a las exportaciones. En el período de tres meses transcurrido hasta julio del 2009, las exportaciones de bienes registraron su primer aumento —si bien un tanto reducido— desde septiembre del 2008, incrementándose en un 0,2% en comparación con el período de tres meses precedente (véase gráfico 35). Las exportaciones se vieron favorecidas por el fortalecimiento de la demanda exterior y por una gradual reactivación de las cadenas de producción internacionales, en la medida en que la actividad económica, tras tocar fondo, comenzó a repuntar en los principales mercados de exportación y muchas empresas repusieron sus existencias en vista de la mejora de las perspectivas económicas. La estabilización de las importaciones va a la zaga de la observada respecto a las exportaciones. Las importaciones de bienes siguieron reduciéndose, aunque a un ritmo más moderado del 5,0%, en los tres meses transcurridos hasta julio del 2009 en comparación con el período de tres meses anterior.

Como consecuencia de esta evolución del comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro, la balanza de bienes, y por consiguiente, la balanza por cuenta corriente mejoró de forma gradual (véase gráfico 36). En julio del 2009, la balanza de bienes acumulada de doce meses volvió a registrar superávit por primera vez desde octubre del 2008. Al mismo tiempo, el déficit acumulado por cuenta corriente se

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

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

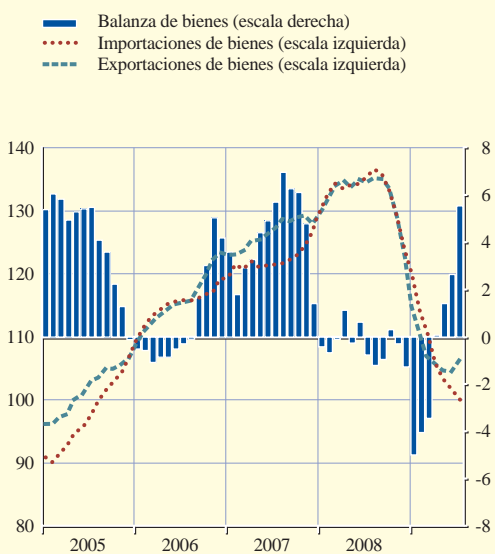


Fuente: BCE.

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 $\pm 15\%$.

Gráfico 35 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

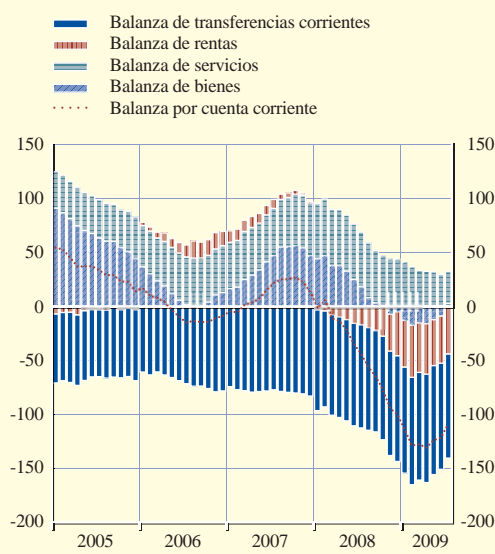
(mm de euros; medias móviles de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

Gráfico 36 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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



Fuente: BCE.

redujo hasta 108,7 mm de euros (alrededor del 1,2% del PIB), aunque todavía siguió siendo notablemente más alto que el registrado un año antes.

En los tres meses transcurridos hasta julio del 2009 se mantuvo la atonía del comercio de servicios con sendos descensos de las importaciones y las exportaciones, que se cifraron en un 4,9% y un 3,7%, respectivamente, en comparación con el período de tres meses precedente. Este deslucido comportamiento refleja el hecho de que, a escala mundial, el repunte del sector servicios ha ido recientemente a la zaga del registrado en el sector manufacturero. Dado que los servicios —a diferencia de los bienes— no son almacenables, las recientes actividades de reposición de existencias desarrolladas por las empresas no han estimulado el comercio de servicios. En parte por la misma razón, el comercio de servicios se redujo en mucha menor medida que el comercio de mercancías hacia comienzos de este año, lo que dio lugar a efectos de base menos favorables. Además, algunas medidas de política fiscal, como los planes de sustitución de automóviles aplicados en varios países de la zona del euro han estimulado el comercio de bienes más que el de servicios.

Por lo que respecta a las otras partidas de la balanza por cuenta corriente, el déficit acumulado de doce meses de la balanza de rentas fue notablemente más alto en julio del 2009 que un año antes, ya que los ingresos por inversiones se redujeron más que los pagos por este concepto. Por último, el déficit de la balanza de transferencias corrientes se incrementó ligeramente en el año transcurrido hasta julio (véase cuadro 7).

Los indicadores disponibles sugieren que el gradual repunte de las exportaciones de bienes de la zona del euro continuará en el corto plazo. Tras registrar seis aumentos consecutivos, el Índice de directores de compras (PMI) de los nuevos pedidos de exportación del sector manufacturero de la zona del euro se estabilizó en septiembre en un nivel ligeramente por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 37). Esta evolución es, en general, coherente con los resultados de la encuesta

de pedidos de exportación de la zona del euro realizada por la Comisión Europea, que mejoraron en septiembre, aunque menos que en el mes anterior y partiendo de niveles muy bajos. En cuanto a las importaciones de bienes provenientes de países no pertenecientes a la zona del euro, también se prevé una mejora gradual, respaldada por el fortalecimiento de la demanda interna y la demanda adicional de bienes intermedios importados inducida por el incremento de las exportaciones.

CUENTA FINANCIERA

Tras la intensificación de la crisis financiera en el otoño del 2008, la zona del euro registró cambios significativos en su cuenta financiera. Al aumentar el deseo de los inversores por los activos seguros y líquidos, la zona del euro registró un fuerte incremento de las entradas netas de instrumentos del mercado monetario (véase gráfico 38), que estuvo determinado, principalmente, por las repatriaciones de fondos realizadas por residentes en la zona, pero también por el aumento de las compras de este tipo de instrumentos por parte de no residentes. Al mismo tiempo, tanto los residentes como los no residentes repatriaron los fondos invertidos en valores de renta variable.

No obstante, en los últimos meses, las repercusiones de la crisis financiera mundial en la cuenta financiera de la zona del euro han remitido gradualmente. La búsqueda de seguridad y los activos de corto

Gráfico 37 Nuevos pedidos de exportación, PMI de la zona del euro

(índice de difusión; datos mensuales)

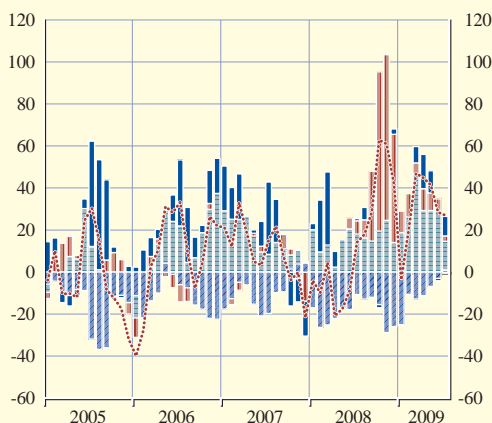


Fuente: Markit.

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

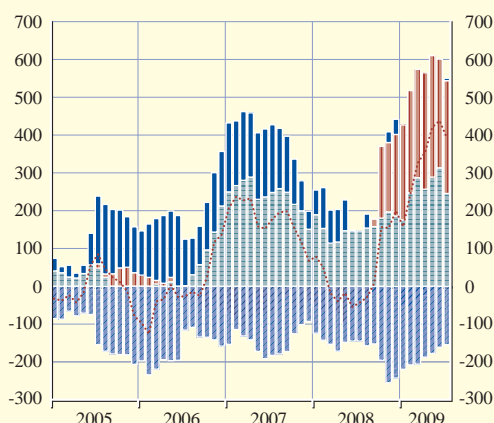
a) (mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

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



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

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



Fuente: BCE.

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	
	2009 Jun	2009 Jul	2008 Oct	2009 Ene	2009 Abr	2009 Jul	2008 Jul	2009 Jul
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,3	6,6	-9,1	-18,2	-9,6	0,7	-44,0	-108,7
Bienes	2,5	11,2	0,3	-5,0	0,1	5,5	18,2	2,7
Exportaciones	104,5	108,8	133,1	114,3	105,4	105,6	1578,0	1375,2
Importaciones	102,0	97,6	132,8	119,3	105,3	100,1	1559,8	1372,5
Servicios	1,0	2,7	2,7	3,0	1,8	2,2	50,5	29,2
Exportaciones	37,1	37,3	42,6	41,6	39,1	37,6	505,1	482,7
Importaciones	36,0	34,6	39,9	38,6	37,3	35,4	454,6	453,4
Rentas	-2,7	-1,6	-3,9	-7,1	-2,9	-0,8	-17,1	-44,0
Transferencias corrientes	-5,2	-5,7	-8,2	-9,2	-8,5	-6,3	-95,6	-96,6
Cuenta financiera¹⁾	-7,4	-34,1	29,4	32,3	33,3	-5,0	135,1	269,9
Total inversiones directas y de cartera netas	35,7	-17,6	62,9	-3,7	44,8	27,0	-43,2	392,8
Inversiones directas netas	-9,2	5,3	-15,4	-25,0	-11,2	0,3	-144,2	-154,2
Inversiones de cartera netas	44,9	-23,0	78,3	21,3	56,0	26,7	101,0	547,0
Acciones y participaciones	0,4	18,9	-17,0	-7,6	16,3	9,3	-16,1	2,9
Valores distintos de acciones	44,5	-41,9	95,3	29,0	39,7	17,4	117,0	544,0
Bonos y obligaciones	53,8	-66,6	19,5	18,7	29,2	14,4	146,3	245,5
Instrumentos del mercado monetario	-9,4	24,8	75,8	10,2	10,5	2,9	-29,3	298,5
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	-0,3	3,2	0,0	-11,3	-7,3	-0,8	7,1	-10,8
Importaciones	1,3	-4,2	-0,3	-8,5	-9,7	-5,0	8,6	-9,4
Bienes								
Exportaciones	1,1	4,1	-0,7	-14,1	-7,8	0,2	6,7	-12,9
Importaciones	1,4	-4,3	-1,5	-10,1	-11,7	-5,0	8,9	-12,0
Servicios								
Exportaciones	-3,8	0,5	2,5	-2,4	-6,0	-3,7	8,4	-4,4
Importaciones	1,1	-3,9	4,0	-3,2	-3,4	-4,9	7,7	-0,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

plazo y bajo riesgo parecen haber perdido parte de su atractivo en vista de las perspectivas más favorables de la economía mundial y de la mejor situación de los mercados financieros.

Como resultado, las repatriaciones de fondos se han moderado en todos los principales componentes de la cuenta financiera. Además, tanto las compras realizadas por no residentes como las entradas netas de instrumentos del mercado monetario de la zona del euro se han reducido de forma acusada con respecto a los máximos registrados hacia finales del año pasado. En términos de medias móviles de tres meses, las entradas netas de este tipo de instrumentos ascendieron a 2,9 mm de euros en julio del 2009, frente a los 78,9 mm de euros contabilizados en noviembre del 2008. Al mismo tiempo, las moderadas entradas netas de acciones y participaciones se reactivaron en el segundo trimestre del 2009, tras un virtual estancamiento en los tres trimestres precedentes, posiblemente como consecuencia de las expectativas más favorables de los mercados respecto a los beneficios futuros de las empresas de la zona del euro.

A diferencia de las inversiones de cartera, las inversiones directas han mostrado algunos signos de debilidad últimamente, tanto en el activo como en el pasivo, tras el notable repunte observado a comienzos

del año. Dado que las inversiones directas en el exterior realizadas por residentes en la zona del euro se redujeron más que las inversiones directas de no residentes en la zona, ésta registró en promedio entradas netas marginales de inversiones directas en el período de tres meses transcurrido hasta julio del 2009, por primera vez desde diciembre del 2007.

En conjunto, en términos de medias móviles de tres meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera han registrado un descenso continuo desde marzo del 2009. Como resultado, las entradas netas acumuladas de doce meses del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta 392,8 mm de euros en julio del 2009. En el período de doce meses transcurrido hasta julio del 2008, la zona del euro registraba salidas netas acumuladas por importe de 43,2 mm de euros.

ARTÍCULOS

LA POLÍTICA MONETARIA Y LA OFERTA DE PRÉSTAMOS EN LA ZONA DEL EURO



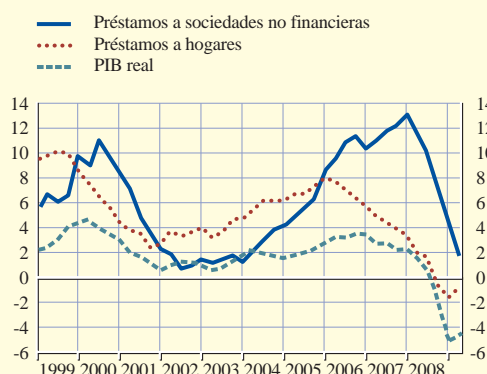
En este artículo se analizan los efectos de la política monetaria sobre la oferta de préstamos en la zona del euro. Aunque la evolución de los préstamos suele depender de una combinación de factores que influyen de modo simultáneo en la demanda y en la oferta de préstamos bancarios, el objetivo del artículo es determinar la importancia de los factores de oferta para la evolución agregada de los préstamos y su interacción con la política monetaria. La evidencia que se presenta sugiere que la política monetaria puede influir en la capacidad y en la disposición de las entidades de crédito para ofrecer préstamos, así como en los precios de los préstamos que ofrecen. Los sustanciales recortes de los tipos de interés oficiales del BCE y la introducción de medidas de política monetaria no convencionales durante la reciente crisis financiera también pueden considerarse en el contexto de esta evidencia, teniendo en cuenta la posición dominante del sector bancario en el sistema financiero de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

En la mayor parte de las economías desarrolladas, los préstamos bancarios y, en términos más generales, el crédito de las IFM constituyen una de las fuentes de financiación externa más importantes para los hogares y las sociedades no financieras. Los préstamos bancarios son una fuente de financiación especialmente relevante en la zona del euro, donde han representado alrededor del 85% de la financiación externa total del sector privado en los últimos años¹. En consecuencia, un funcionamiento correcto y continuado de la oferta de préstamos del sistema bancario a prestatarios solventes es un requisito fundamental para el mantenimiento de la actividad económica, así como para una transmisión fluida y efectiva de la orientación de la política monetaria a la economía. Por tanto, como parte de su análisis monetario, el BCE presta gran atención a la evolución del crédito bancario y a los indicios de tensiones en la oferta de préstamos bancarios. Por este motivo, el acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual real de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras y a los hogares de la zona del euro observado en los últimos trimestres ha sido objeto de atento seguimiento (véase gráfico 1). Al igual que en episodios anteriores, la caída del crecimiento de los préstamos ha coincidido con un fuerte deterioro de la actividad económica. No obstante, como consecuencia de las perturbaciones sin precedentes que han afectado al sector financiero durante la crisis financiera que se inició a mediados del 2007, no puede descartarse que una reducción de los préstamos inducida por la oferta también haya contribuido a amplificar la desaceleración del conjunto de la economía.

Gráfico 1 Tasa de crecimiento interanual real de los préstamos a sociedades no financieras y a hogares, y crecimiento del PIB real

(tasas de variación interanual)



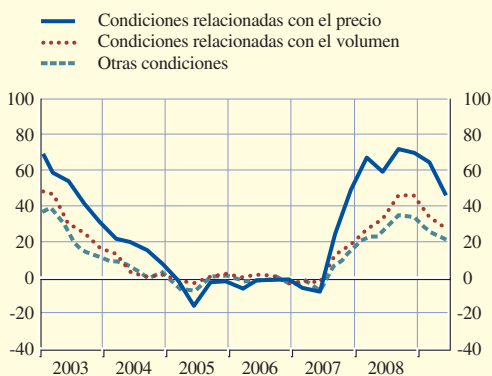
Fuentes: BCE y Eurostat.
Nota: Deflactado por el deflactor del PIB.

Las entidades de crédito pueden reducir la oferta de préstamos incrementando los tipos de interés que aplican al crédito, reduciendo el volumen de préstamos, o mediante ambas medidas. Ciertamente, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro realizada por el Eurosistema proporciona información cualitativa sobre la medida en que las entidades endurecen los criterios aplicados para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a través de las condiciones relacionadas con el precio o con el volumen (véase gráfico 2). En promedio, el endurecimiento de los citados criterios observado desde el segundo semestre del 2007 se ha

¹ Para más detalles sobre la importancia de la financiación bancaria en el sistema financiero de la zona del euro, véanse los artículos titulados «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria» y «La financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras», en el Boletín Mensual de agosto del 2008 y abril del 2009, respectivamente.

Gráfico 2 Cambios en las condiciones establecidas por las entidades de crédito de la zona del euro para los préstamos a empresas

(porcentaje neto)

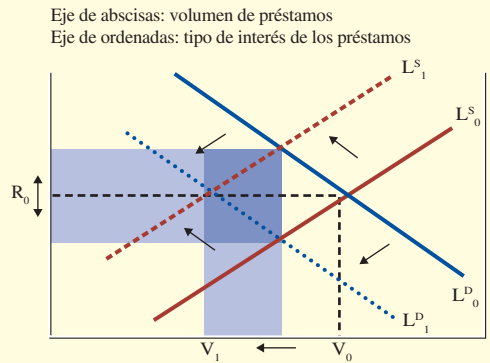


Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.
 Notas: «Condiciones relacionadas con el precio» se refiere al «margen que aplica la entidad a los préstamos ordinarios» y al «margen que aplica la entidad a los préstamos de mayor riesgo». «Condiciones relacionadas con el volumen» se refiere a la «cuantía del préstamo o de la línea de crédito» y a las «garantías requeridas». «Otras condiciones» se refiere a los «compromisos asociados a los contratos de préstamo», a los «gastos excluidos intereses» y al «plazo de vencimiento». Los porcentajes netos indicados para los tres grupos son medias simples del endurecimiento neto de las condiciones enumeradas anteriormente.

llevado a cabo, principalmente, mediante incrementos de los márgenes. Sin embargo, unos requerimientos más exigentes en lo que respecta a la cantidad de préstamos (y a otras condiciones no relacionadas con el precio) también parecen haber desempeñado un papel reseñable.

En general, resulta bastante difícil identificar los efectos de oferta y de demanda que determinan la evolución del crédito, especialmente porque tanto los cambios en la demanda como en la oferta afectan a los tipos de interés y a los volúmenes de crédito. Esto se ilustra de forma muy simplificada en el gráfico 3, que muestra los efectos sobre los tipos de interés aplicados a los préstamos y sobre el volumen de los mismos en una situación en la que se reducen tanto la oferta como la demanda. En este caso, los dos factores provocan una reducción del crédito proporcionado a la economía; al mismo tiempo, el efecto neto sobre los tipos de interés depende de la fuerza relativa de los dos efectos. El objetivo de este artículo es identificar y valorar las consecuencias de los cambios observados en la curva de oferta de préstamos (L^S) para el volumen y el precio de los mismos.

Gráfico 3 Oferta y demanda de préstamos



Nota: L^S se refiere a la curva de oferta de préstamos, mientras que L^D se refiere a la curva de demanda de préstamos.

En la práctica, el seguimiento del funcionamiento del crédito bancario y la identificación de los obstáculos para la oferta de crédito requieren un conocimiento detallado y un análisis continuo del sistema financiero y de las decisiones sobre la oferta de préstamos adoptadas por los intermediarios financieros. En general, cabe esperar que la decisión de una entidad de crédito de satisfacer la demanda de préstamos de sus clientes dependa de diversos factores. En primer lugar, dependerá de la capacidad de la entidad para financiar la cantidad de dinero solicitada por los prestatarios. Esto, a su vez, dependerá de la cantidad de fondos disponibles para ser prestados en función de su base de depósitos y de su acceso a la financiación en los mercados mayoristas, así como del capital que pueda asignar al préstamo, que depende de los requerimientos de capital regulatorio y del poder disciplinario del mercado. En segundo lugar, dicha decisión estará sujeta a un cálculo de riesgo y rentabilidad que tiene en cuenta el coste de oportunidad y la existencia de posibles asimetrías de información entre las entidades de crédito y sus clientes. Esto supone, entre otras cosas, sopesar una serie de consideraciones, entre las que se incluye la valoración de la entidad de la probabilidad de reembolso del préstamo (que resulta afectada, entre otros factores, por el valor de la garantía aportada y por las perspectivas relativas a la empresa concreta y a la actividad económica en general), otras oportunidades de inversión

para la entidad y las fuentes alternativas de financiación para el posible prestatario. Este último factor dependerá, a su vez, del grado de competencia en el sector bancario y en el sistema financiero en general, del modelo bancario del prestamista (por ejemplo, de la medida en la que la entidad establece relaciones crediticias a largo plazo), de la existencia de fricciones de información y del grado de aversión al riesgo de la entidad. Todos estos factores pueden tener un impacto sobre las decisiones de concesión de préstamos de la entidad de crédito en términos del volumen de préstamos que está dispuesta a otorgar y del precio al que está dispuesta a concederlos.

La política monetaria puede influir en muchos de los factores que determinan las decisiones sobre concesión de préstamos de las entidades de crédito. En la literatura económica, aparte del impacto sobre los tipos de interés a través del «canal del tipo de interés», la transmisión de la política monetaria vía oferta de préstamos bancarios suele denominarse el «canal del crédito» del mecanismo de transmisión. Este último canal pone de relieve el efecto que las modificaciones de los tipos de interés oficiales pueden causar en los niveles de financiación y de capital de las entidades (el canal del crédito «en sentido estricto» o canal del crédito bancario), por un lado, y en el valor de las garantías y en el patrimonio neto de los prestatarios de las entidades (el canal del crédito «en sentido amplio»), por otro. Además, la política monetaria podría influir en la actitud de las entidades en lo que respecta a la asunción de riesgos y, por consiguiente, en los criterios aplicados por las entidades para la concesión de préstamos, al afectar a sus percepciones de los riesgos y a su disposición a asumirlos².

Aunque es probable que las medidas de política monetaria afecten principalmente a la demanda de préstamos bancarios a través del tradicional canal del tipo de interés, también es importante para el banco central poder identificar y realizar un seguimiento lo más preciso posible de su impacto sobre la oferta de préstamos bancarios. Desde la perspectiva de la política monetaria es importante saber si la evolución agregada de los préstamos al

sector privado no financiero está determinada por los cambios en la demanda de préstamos o por los observados en la oferta. Ciertamente, es posible que las herramientas y las medidas a las que los responsables de la política monetaria puedan tener que recurrir presenten diferencias sustanciales, en función de si el banco central trata de influir en la oferta de préstamos, en la demanda o en ambas. Además, es importante identificar la causa subyacente de una perturbación que afecte a la oferta de préstamos. La respuesta de la política monetaria puede diferir considerablemente si las entidades de crédito reducen los préstamos (y/o endurecen los criterios aplicados para su concesión) porque la solvencia de los prestatarios se ha deteriorado, o porque las propias entidades no pueden financiarse en el mercado. En el primer caso, una reducción de los tipos de interés oficiales estimularía la demanda agregada, de forma que el patrimonio neto de las empresas y la disposición de las entidades de crédito a otorgar préstamos aumentarían con el tiempo. En el segundo caso, la provisión de la liquidez necesaria a las entidades les permitiría satisfacer la demanda de préstamos por parte de empresas rentables.

Por otra parte, valorar la interacción entre la política monetaria y la oferta de préstamos es especialmente importante en épocas de crisis, cuando el sector bancario está sometido a presiones y la oferta de préstamos resulta afectada por perturbaciones de carácter adverso. En estos casos, es fundamental que el banco central conozca bien el alcance de las consecuencias de las acciones de política monetaria para la oferta de préstamos, con el fin de aliviar las perturbaciones que afectan a la oferta de préstamos y colocar a las entidades de crédito en una posición que les permita cumplir su papel como intermediarios financieros en la economía. Estas acciones de política monetaria pueden abarcar desde ajustes de los tipos de interés oficiales hasta una serie de medidas denominadas «no convencionales». Estas medidas inclu-

2 En la literatura, este canal de transmisión de la política monetaria a menudo se denomina «canal de asunción de riesgos»; véase, por ejemplo, C. Borio y H. Zhu, «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism», *BIS Working Paper Series*, n.º 268, Banco de Pagos Internacionales, 2008.

yen, en primer lugar, el suministro de liquidez a las entidades de crédito mediante operaciones de liquidez con adjudicación plena, la ampliación de los activos de garantía admisibles o la extensión del plazo de vencimiento de las operaciones de liquidez, así como la adquisición de activos bancarios o de deuda bancaria (titulizada). En segundo lugar, podrían extenderse a la oferta directa de fondos a la economía real mediante la adquisición de valores de renta fija emitidos por el sector privado no financiero o la provisión de financiación a entidades intermediarias patrocinadas por el Estado que actuaran como un catalizador para la concesión de crédito a las pequeñas y medianas empresas.

En este contexto, este artículo se centra en la oferta de préstamos bancarios, analizando, en primer lugar, los argumentos teóricos acerca de la relación entre la política monetaria y las decisiones de las entidades de crédito sobre concesión de préstamos. A continuación se presenta evidencia empírica reciente sobre el canal del crédito y el canal de asunción de riesgos en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro a partir de datos microeconómicos y de información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurozona. De manera análoga, se realiza una valoración del impacto de la crisis financiera y de la innovación financiera reciente sobre la transmisión de la política monetaria a través de la oferta de préstamos. Por último, se ofrecen algunas conclusiones desde la perspectiva de la política monetaria.

2 EL CANAL DEL CRÉDITO DESDE UNA PERSPECTIVA TEÓRICA

En esta sección se analizan los mecanismos teóricos que subyacen al impacto de la política monetaria sobre los préstamos bancarios, afectando con ello a la economía real³.

Como se muestra en el gráfico 4, a través de las entidades de crédito, la política monetaria puede influir en la economía por varios canales. Puede afectar a la demanda agregada a través del sistema bancario

como parte del tradicional canal del tipo de interés⁴. Las entidades de crédito determinan la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos que aplican a los créditos concedidos a las empresas y a los hogares⁵. Un endurecimiento de la política monetaria, que podría dar lugar a un incremento de los tipos de interés aplicados a los créditos, hace que disminuya la demanda de préstamos de las empresas y de los hogares, lo que, en última instancia, conduciría a un descenso de la demanda agregada, al reducir la inversión y el consumo. No obstante, este artículo no se centra en este mecanismo, aunque probablemente sea el canal más importante de la política monetaria.

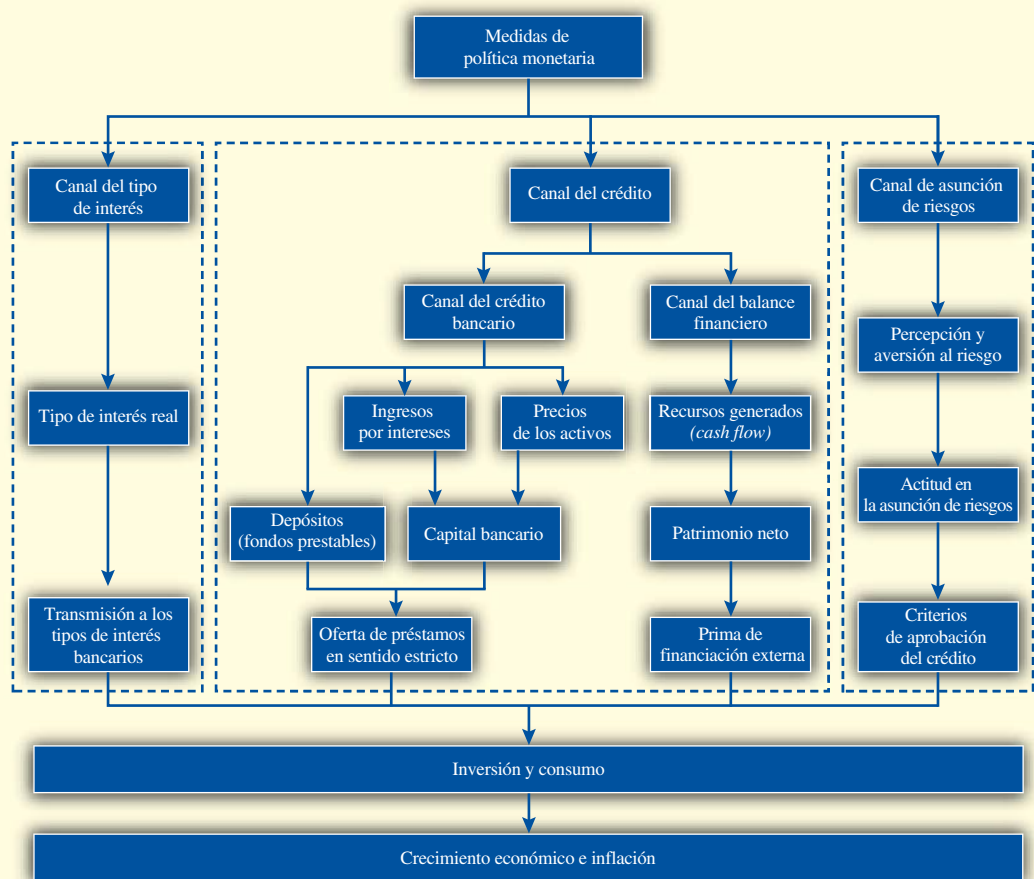
La política monetaria también puede influir en la capacidad y en los incentivos de las entidades de crédito para ofrecer préstamos a través del denominado canal del crédito. En un sistema financiero sin fricciones, todos los proyectos con un valor actual neto positivo obtendrían financiación, con independencia del patrimonio neto de los prestatarios o de los prestamistas. No obstante, las fricciones existentes en los mercados financieros, como las asimetrías de información y el carácter incompleto de los contratos, hacen que, como consecuencia, por ejemplo, de problemas de riesgo moral, los prestamistas no siempre financien proyectos con un valor actual neto positivo. En estos casos, el patrimonio neto de los prestatarios y de los prestamistas es relevante para la oferta de crédito, y la política monetaria puede afectar a dicho

3 Para una descripción detallada, véase también el artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», en el Boletín Mensual de agosto del 2008.

4 El canal del tipo de interés se basa en el supuesto de que algunos precios y salarios nominales son inflexibles (rígidos) en el corto plazo. Para conocer evidencia reciente sobre el mecanismo general de transmisión de la política monetaria en la zona del euro, véanse, por ejemplo, J. Boivin, M. P. Giannoni y B. Mojon, «Macroeconomic dynamics in the euro area», en D. Acemoglu, K. Rogoff y M. Woodford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2008*, National Bureau of Economic Research, 2008. Para repasar evidencia relativa a principios de la presente década, véanse los trabajos realizados por la Red sobre transmisión de la política monetaria del Eurozona, recopilados en I. Angeloni, A. N. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, 2003.

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

Gráfico 4 Principales canales de transmisión de la política monetaria relacionados con las entidades de crédito



Fuente: BCE.

patrimonio neto⁶. A su vez, esto influye en la actividad económica real y en la inflación, especialmente en la zona del euro, donde las entidades de crédito son los principales proveedores de financiación externa para el sector privado no financiero.

El canal del crédito de la transmisión de la política monetaria está integrado por dos mecanismos (véase gráfico 4). En el primero, el canal del crédito bancario, una modificación de los tipos de interés oficiales influye en el pasivo del balance de las entidades de crédito. Esto, a su vez, desencadena ajustes en el activo mediante modificaciones de las carteras crediticias de las entidades⁷. Como las entidades de crédito se financian, en

gran parte, mediante valores de renta fija a corto plazo y mediante depósitos, un endurecimiento de la política monetaria tendería a reducir la oferta de

6 Véanse B. S. Bernanke y M. Gertler, «Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n.º 4, otoño 1995, pp. 27-48; y B. S. Bernanke, «The Financial Accelerator and the Credit Channel», discurso presentado en la conferencia «The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century», Federal Reserve Bank of Atlanta, 2007. Véase también J. E. Stiglitz y B. Greenwald, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, 2003.

7 Véanse, por ejemplo, B. S. Bernanke y A. Blinder, «Credit, money, and aggregate demand», *American Economic Review*, 78, n.º 2, mayo 1988, pp. 901-921; D. W. Diamond y R. G. Rajan, «Money in a Theory of Banking», *American Economic Review*, 96, 2006, pp. 30-53; y J. C. Stein, «An Adverse-Selection Model of Bank Asset and Liability Management with Implications for the Transmission of Monetary Policy», *RAND Journal of Economics*, n.º 29, 1998, pp. 466-486.

préstamos a través de su impacto negativo sobre la disponibilidad de fondos de las entidades. Este efecto parte del supuesto de que las entidades no son capaces de sustituir completamente los valores de renta fija a corto plazo y los depósitos por otras fuentes de financiación, y no disponen de un colchón de liquidez suficiente⁸.

Por otra parte, un incremento de los tipos de interés a corto plazo puede dar lugar a un aumento de la prima de financiación externa para las entidades de crédito (es decir, la prima por encima del tipo de interés sin riesgo abonada a inversores externos), al reducir potencialmente el valor neto de los activos de las entidades de crédito y al incrementar su perfil de riesgo. Esto también afectaría a la oferta de préstamos⁹. En este sentido, el canal del crédito bancario incluye el impacto de la política monetaria canalizado a través del nivel de capital de las entidades, también denominado canal del capital bancario¹⁰. A través de su efecto en las valoraciones del balance de las entidades y en su rentabilidad, los tipos de interés oficiales influyen en la posición de capital de las entidades, induciéndoles de este modo a ajustar la oferta de préstamos para alcanzar los ratios de apalancamiento y de capital deseadas, así como para cumplir los requerimientos de capital regulatorio. Por consiguiente, el efecto de la política monetaria sobre la oferta de préstamos bancarios dependerá del nivel de liquidez y de capital de las entidades, así como del volumen y de la estructura de vencimientos de sus pasivos¹¹.

El segundo mecanismo del canal del crédito de la transmisión de la política monetaria, el canal del balance financiero, opera mediante cambios en la calidad de los prestatarios (véase gráfico 4). Las modificaciones de los tipos de interés oficiales pueden influir en el patrimonio neto de los prestatarios a través del impacto sobre los recursos generados y sobre el valor de las garantías. A su vez, la prima de financiación externa abonada por los prestatarios depende inversamente de su patrimonio neto. Cuando los prestatarios disponen de poco capital para contribuir a la financiación de un proyecto, la posibilidad de que surja un conflicto de intereses entre el prestatario y los proveedores de financiación externa es mayor, lo que se traduce en un aumento de la compensación que se ha de abonar a los inversores externos.

Además, el patrimonio neto de los prestatarios suele ser procíclico (porque los beneficios y el precio de los activos tienden a ser procíclicos) y, por tanto, la prima de financiación externa es contracíclica. Esto amplifica el impacto de las modificaciones de los tipos de interés de corto plazo sobre la disponibilidad de crédito y, por consiguiente, sobre la inversión, el consumo y la producción, un mecanismo denominado acelerador financiero¹². En consecuencia, el efecto de la política monetaria sobre la oferta de préstamos bancarios depende del patrimonio neto de los prestatarios (ratio de capital, ratio de liquidez, tamaño y activos tangibles)¹³.

Los canales del balance financiero y del crédito bancario están interrelacionados. Un endurecimiento del tono de la política monetaria reduce el patrimonio neto de los prestatarios, lo que, a su vez, hace que disminuya el patrimonio neto de las entidades de crédito, al incrementarse el riesgo de crédito de sus carteras de préstamos. Además, las restricciones

8 Véase T. Adrian y H. Shin, «Money, Liquidity and Monetary Policy», *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 99(2), 2009.

9 Véase Bernanke (2007), op. cit.

10 El supuesto en el que se basa el canal del «capital bancario» es que el mercado de valores de renta variable de entidades de crédito es imperfecto (en el sentido de que la información imperfecta, especialmente cuando las condiciones de financiación son más restrictivas, dificulta la captación de nuevo capital por parte de las entidades de crédito); véanse, por ejemplo, S. Van den Heuvel, «Does bank capital matter for monetary transmission?», *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, mayo 2002, pp. 259-265; R. P. Kishan y T. P. Opiela, «Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy», *Journal of Banking & Finance*, n.º 30, 2006, pp. 259-285; e Y. Altunbas, G. de Bondt y D. Marqués, «Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area», *Kredit und Kapital*, vol. 37(4), 2004, pp. 443-464.

11 Véase, por ejemplo, A. N. Kashyap y J. Stein, «What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?», *American Economic Review*, vol. 90, n.º 3, junio 2000, pp. 407-428. Véase también W. J. Den Haan, S. Sumner y G. Yamashiro, «Bank Loan Portfolios and the Monetary Transmission Mechanism», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pp. 904-924.

12 Véase B. S. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», en J. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, 1999; J. E. Stiglitz y A. Weiss, «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, vol. 71, n.º 3, junio 1981, pp. 393-410; y B. Holmström y J. Tirole, «Financial intermediation, loanable funds, and the real sector», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n.º 3, 1997, pp. 663-691.

13 Véase B. S. Bernanke, M. Gertler y S. Gilchrist, «The Financial Accelerator and the Flight to Quality», *Review of Economics and Statistics*, 78, 1996, pp. 1-15; y A. Ashcraft y M. Campello, «Firm balance sheets and monetary policy transmission», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pp. 1515-1528.

en la oferta de préstamos bancarios pueden reducir el patrimonio neto de los prestatarios como consecuencia de un incremento en el coste del capital o de la contracción en el crédito concedido.

Más recientemente, se ha introducido el concepto de canal de «asunción de riesgos» en la transmisión de la política monetaria¹⁴. Unos tipos de interés a corto plazo reducidos pueden llevar a las entidades de crédito a asumir mayores riesgos a través de varios mecanismos. En primer lugar, unos niveles bajos de los tipos de interés oficiales y de los rendimientos de la deuda pública pueden incrementar el atractivo de los activos de riesgo para todos los inversores, incluidas las entidades de crédito. Este efecto puede observarse en modelos de optimización de carteras mediante un análisis media-varianza, o en modelos que incluyen la formación de hábitos. Es posible que los inversores se tornen menos aversos al riesgo en las fases de expansión económica porque su consumo aumenta en relación con los niveles normales. Una política monetaria menos restrictiva puede hacer que disminuya la aversión al riesgo de los inversores al favorecer la actividad económica real¹⁵. En segundo lugar, cuando los tipos de interés son bajos y la liquidez es abundante, los intermediarios financieros pueden «prestar en exceso» y financiar proyectos con valores actuales netos subóptimos debido a los conflictos de interés que surgen como consecuencia de la información asimétrica, que a menudo es muy acusada en el sector bancario¹⁶. De hecho, el nivel de los tipos de interés a un día es un determinante clave de la liquidez para las entidades de crédito, ya que estas incrementan sus balances (apalancamiento) cuando las condiciones de financiación (mediante valores de renta fija a corto plazo) son más favorables, y viceversa¹⁷. Por consiguiente, unos niveles bajos de los tipos de interés a corto plazo pueden aumentar la asunción de riesgos de las entidades a través de estos canales¹⁸.

En general, existen varios mecanismos teóricos a través de los que la política monetaria puede influir en la oferta de préstamos que las entidades de crédito pueden y están dispuestas a proporcionar a las empresas y a los hogares. Dado que, en

la zona del euro, estas entidades son los proveedores más importantes de financiación externa para las empresas y los hogares, las modificaciones de la oferta de préstamos bancarios pueden, a su vez, afectar a la actividad económica. Por tanto, la transmisión de la política monetaria a través del canal del crédito y del canal de asunción de riesgos puede amplificar las implicaciones de la política monetaria para la actividad y la inflación derivadas del impacto sobre la demanda a través del canal del tipo de interés.

3 EVIDENCIA EMPÍRICA SOBRE EL CANAL DEL CRÉDITO Y EL CANAL DE ASUNCIÓN DE RIESGOS EN LA ZONA DEL EURO

En esta sección se presenta una revisión de la evidencia empírica disponible para la zona del euro acerca del impacto de la política monetaria sobre la

- ¹⁴ Véase, por ejemplo, C. Borio y H. Zhu (2008), op. cit.
- ¹⁵ Véanse J. Campbell y J. Cochrane, «By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behaviour», *Journal of Political Economy*, vol. 107, 1999, pp. 205-251; S. Manganelli y G. Wolswijk, «Market discipline, financial integration and fiscal rules – what drives spreads in the euro area government bond market?», Serie Documentos de Trabajo, n.º 745, BCE, 2007; y B. S. Bernanke y K. N. Kuttner, «What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?», *The Journal of Finance*, vol. 60, n.º 3, junio 2005, pp. 1221-1257. Para un análisis de la búsqueda de rentabilidad asociada a unos niveles reducidos de los tipos de interés, véase R. G. Rajan, «Has Finance Made the World Riskier?», NBER Working Paper n.º 11728 y trabajo presentado en el simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, 2005.
- ¹⁶ Véanse F. Allen y D. Gale, *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, 2007; y F. Allen y D. Gale, «Asset price bubbles and monetary policy», en M. Desai y Y. Said (eds.), *Global Governance and Financial Crises*, 2004. Sin la existencia de problemas de agencia, las entidades de crédito, en caso de tener un exceso de liquidez, devolverían fondos a sus accionistas o al banco central. Véanse también G. Dell'Ariccia y R. Márquez, «Lending Booms and Lending Standards», *Journal of Finance*, n.º 61(5), 2006, pp. 2511-2546, y Diamond y Rajan (2006), op. cit.
- ¹⁷ Véanse H. Shin, *Risk and liquidity*, 2008 Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press, de próxima publicación; y M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud y H. Shin, «The Fundamental Principles of Financial Regulation», *Geneva Reports on the World Economy*, 11, 2009.
- ¹⁸ La titulización de préstamos también aumenta la liquidez de las entidades, y se traduce en activos con una rentabilidad atractiva para los inversores. Al mismo tiempo, puede hacer que se relaje la selección y el seguimiento de los préstamos titulizados. Por tanto, el impacto de unos tipos de interés bajos sobre la asunción de riesgos de la entidad puede ser mayor si las operaciones de titulización son numerosas [véase Rajan (2005), op. cit.].

oferta de préstamos bancarios y, en última instancia, sobre la actividad económica. Más concretamente, proporciona indicios sobre los diferentes canales de transmisión de la política monetaria considerados anteriormente, centrándose en la zona del euro.

Los resultados empíricos se dividen en tres partes: en primer lugar se examina el impacto de la política monetaria sobre los balances y sobre la oferta de préstamos de las entidades de crédito. A continuación se analiza el efecto de la política monetaria sobre los balances de los prestatarios y sobre la oferta de préstamos, y en tercer lugar se valora el impacto de las modificaciones de la oferta de préstamos sobre la actividad económica y la inflación. Estos resultados ayudan a abordar uno de los retos más importantes que afrontan los bancos centrales al valorar la influencia de la política monetaria sobre la oferta de préstamos: la distinción entre los efectos de oferta y los de demanda de crédito con la mayor precisión posible. Empíricamente, resulta difícil identificar los efectos de oferta utilizando series temporales agregadas. Por consiguiente, en la literatura empírica se utilizan con frecuencia características específicas de las entidades de crédito individuales para identificar factores que influyen directamente en la oferta de préstamos, mientras que suele partirse del supuesto de que la demanda es independiente de la situación de las entidades individuales y que más bien depende de factores macroeconómicos. Además de utilizar evidencia basada en datos microeconómicos, en este artículo también se emplean las respuestas a la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro realizada por el Eurosistema, que incluye información sobre la valoración por parte de las entidades de crédito de la zona de las condiciones de la oferta y la demanda de préstamos y que, por consiguiente, facilita la identificación potencial de efectos de oferta también en el ámbito de la zona del euro. Como se muestra en los gráficos 5 y 6, que contienen información procedente de la citada encuesta, los préstamos bancarios tienden a presentar una correlación positiva muy estrecha con los cambios en la demanda de préstamos y una correlación negativa con las modificaciones de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos (que, en líneas generales, reflejan las condiciones de oferta). No obs-

tante, la utilización de estos datos de la encuesta con fines de identificación hace que sea necesario realizar algunas matizaciones, ya que la información que aportan es cualitativa y, por consiguiente, subjetiva por naturaleza, existiendo la posibilidad de que haya una relación endógena entre las respuestas relativas a la demanda de crédito y aquellas que se refieren a la oferta¹⁹. Además, en el caso de la encuesta sobre préstamos bancarios, el horizonte temporal de los datos disponibles todavía es limitado, ya que la primera encuesta se realizó en el cuarto trimestre del 2002.

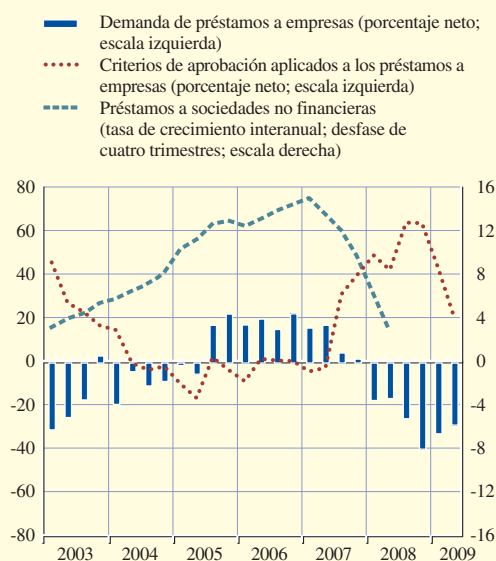
EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL BALANCE DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y LA OFERTA DE PRÉSTAMOS

La cuestión de la medida en que la política monetaria afecta a la oferta de préstamos bancarios suele analizarse en términos del canal del crédito y del canal de

19 Cuando se analizan las respuestas incluidas en la encuesta relativas a los factores que contribuyen al endurecimiento de los criterios aplicados, esta matización es válida especialmente para los factores relacionados con los riesgos que reflejan la valoración de la solvencia de los prestatarios.

Gráfico 5 Préstamos a las sociedades no financieras en la zona del euro

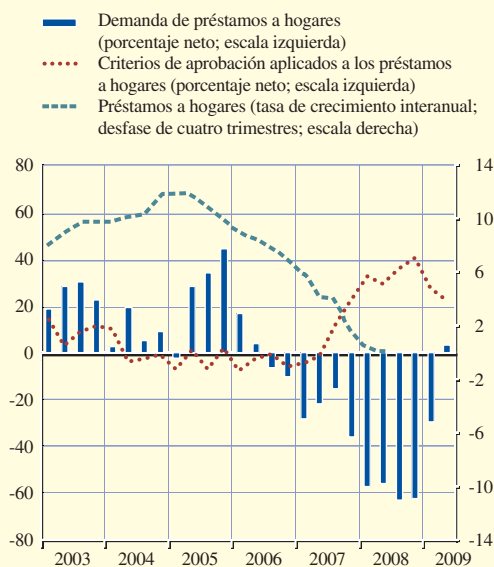
(tasas de variación interanual; porcentaje neto)



Fuente: BCE.

Gráfico 6 Préstamos a hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)



Fuente: BCE.

asunción de riesgos de los mecanismos de transmisión de la política monetaria (véase sección 2). A este respecto, resulta de utilidad distinguir entre el canal del crédito bancario «tradicional» (que opera a través de la disponibilidad de fondos), el canal del capital bancario (que actúa por la vía del impacto sobre la rentabilidad y el nivel de capital de las entidades de crédito), el canal del balance financiero (relacionado con el patrimonio neto de los prestatarios de los bancos) y el canal de asunción de riesgos (que actúa a través de las percepciones de riesgos de las entidades). A continuación se presenta la evidencia empírica para la zona del euro relativa a estos cuatro canales.

En cuanto al canal del crédito bancario «tradicional», de acuerdo con el cual es de esperar que una modificación de los tipos de interés oficiales que influya en los pasivos bancarios tenga un impacto sobre la capacidad de las entidades para prestar fondos, la evidencia empírica para la zona del euro es bastante dispar²⁰. Evidencia inicial sobre la importancia del canal del crédito bancario en los países de la zona del euro fue proporcionada por los

trabajos de la Red sobre transmisión de la política monetaria del Eurosistema (MTN)²¹. La MTN llegó a la conclusión, en contraste, parcialmente, con la evidencia para Estados Unidos, de que, en muchos países de la zona del euro, las características del sector bancario protegían a las entidades de crédito hasta cierto punto de los efectos de la política monetaria sobre su financiación y, por tanto, sobre su capacidad para prestar fondos. Se consideró, por ejemplo, que la participación parcial del Estado en los sectores bancarios nacionales, los amplios sistemas de garantía de depósitos, la existencia de acuerdos de colaboración entre entidades y la importancia del crédito relacional estaban disminuyendo la relevancia del canal del crédito bancario en muchos países de la zona. Según los resultados de los trabajos de la MTN, se constató que únicamente el grado de liquidez bancaria presentaba una interacción significativa con la política monetaria en el sentido de que las entidades menos líquidas eran más proclives a modificar su política crediticia en respuesta a cambios en la política monetaria. Más recientemente, la creciente importancia de fuentes de financiación distintas de los depósitos, como la financiación en los mercados de capitales (por ejemplo, mediante la emisión de bonos garantizados) y la rápida expansión del mercado de titulización en la zona del euro, también han tendido a seguir debilitando el canal del crédito bancario. A este respecto, en el recua-

20 En cambio, se dispone de evidencia anterior a favor de la existencia del canal del crédito bancario para Estados Unidos utilizando enfoques de modelización microeconómicos. En particular, se constató que la política monetaria tenía efectos distributivos en entidades con distintos grados de opacidad de la información (aproximados, por ejemplo, por el tamaño, la liquidez y el capital); véase, por ejemplo, J. Peek y E. S. Rosengren, «Bank lending and the transmission of monetary policy», en J. Peek y E. S. Rosengren (eds.), *Is Bank Lending Important for the Transmission of monetary policy?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 39, 1995, pp. 47-68; Kashyap y Stein (2000), op. cit. Un trabajo relacionado en el que se utilizó un enfoque de modelización diferente fue realizado por J. C. Driscoll, «Does bank lending affect output? Evidence from the U.S. states», *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, 2004, pp. 451-471. Para consultar resultados similares, véase también A. Ashcraft, «New evidence on the lending channel», *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38(3), 2003, pp. 751-776.

21 Véase, en particular, M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martínez Pagés, P. Sevestre y A. Worms, «Financial systems and the role of banks in monetary policy», en I. Angeloni, A. K. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003, y los documentos de referencia allí citados.

dro 1 se examina el papel de la innovación financiera en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, teniendo en cuenta, a su vez, los efectos de las perturbaciones financieras. No obstante, mientras que los trabajos de la MTN se realizaron principalmente a partir de muestras de datos que cubrían el período anterior a la introducción del euro, trabajos más recientes con datos que abarcan el período posterior al inicio de la tercera fase de la UEM han encontrado cierta evidencia de la existencia de un canal de crédito bancario operativo entre los países de la zona del euro²².

Por lo que respecta al canal del capital bancario, como parte del concepto más amplio del canal del crédito bancario, existe alguna evidencia empírica que sugiere que las entidades de crédito de la zona del euro con niveles de capitalización reducidos son más sensibles a las modificaciones de la política monetaria que las que están bien capitalizadas²³. Un estudio reciente examina la importancia de la política monetaria para la rentabilidad bancaria en la zona del euro, distinguiendo entre los distintos componentes de los beneficios de las entidades de crédito²⁴. En primer lugar, la naturaleza del impacto de la política monetaria sobre los ingresos netos por intereses de las entidades, a través de su efecto sobre el nivel de los tipos de interés a corto plazo y sobre la inclinación de la pendiente de la curva de

rendimientos, depende crucialmente del modelo de negocio de la entidad en cuestión. En particular, puso de manifiesto el hecho de que las entidades de crédito tradicionales, es decir, aquellas que se caracterizan por realizar operaciones con un desajuste en el vencimiento de activos y pasivos en el sentido de que conceden préstamos a largo plazo y se financian a corto plazo, son las más afectadas por la po-

- 22 Utilizando el enfoque de Driscoll (op. cit.) para un panel de países de la zona del euro, los estudios encuentran que las perturbaciones en la demanda de efectivo tienen un efecto significativo sobre los préstamos bancarios (y, en contraste con las conclusiones de Driscoll, también sobre la actividad económica); véanse L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen y M. Protopapa, «Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area», Serie Documentos de Trabajo, BCE, de próxima publicación; y M. Čihák, y P. K. Brooks, «From subprime loans to subprime growth? Evidence for the euro area», *IMF Working Paper Series*, n.º 09/69, Fondo Monetario Internacional, 2008.
- 23 Véanse, por ejemplo, Y. Altunbas, G. de Bondt y D. Marqués-Ibáñez, op. cit.; y L. Gambacorta y P. E. Mistrulli, «Does bank capital affect lending behaviour?», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13(4), 2004, pp. 436-457; para encontrar evidencia basada en datos de Estados Unidos, véanse, por ejemplo, R. P. Kishan y T. P. Opiela, «Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy», *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, 2006, pp. 259-285; y T. Bayoumi y O. Melander, «Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages», *IMF Working Paper Series*, n.º 08/169, Fondo Monetario Internacional, 2008; para Japón, véase, por ejemplo, W. Watanabe, «Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n.º 2-3, 2007, pp. 639-665.
- 24 Véase H. S. Hempell y C. Kok Sørensen, «Does monetary policy affect bank profitability and bank loan supply? Empirical evidence for euro area», Serie Documentos de Trabajo, BCE, de próxima publicación.

Recuadro

ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA INNOVACIÓN FINANCIERA SOBRE LA OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Los años anteriores a la crisis de los mercados de crédito coincidieron con espectaculares aumentos de la cantidad y la complejidad de las operaciones de titulización y del número de países que utilizaban productos financieros estructurados. Mientras que en Estados Unidos la titulización se ha utilizado como técnica de financiación durante más de 50 años, en la zona del euro únicamente se ha registrado un uso significativo de la misma en los últimos años¹. El acusado aumento observado en el uso de la titulización en todo el mundo era parte de una tendencia más amplia de innovación financiera orientada hacia la estructuración y la negociación del riesgo de crédito². En conjunto, estos avances contribuyeron a que el riesgo de crédito fuera más negociable. Esta tendencia también incluyó

- 1 Para una explicación de la titulización en la zona del euro, véase el artículo titulado «Titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2008.
- 2 D. Marqués-Ibáñez y M. Scheicher, «Securitisation: Causes and Consequences», en A. Berger, P. Molyneux y J. Wilson (eds.), *Handbook of Banking*, Oxford University Press, de próxima publicación.

el desarrollo de derivados de crédito y el uso frecuente de técnicas de titulización, junto con formas más tradicionales de transferencia del riesgo de crédito, como la sindicación de préstamos. Esta revolución en las técnicas de transferencia del riesgo de crédito puede atribuirse a diversos factores concurrentes, como la globalización de los mercados financieros, las mejoras en las tecnologías de la información y en los modelos de valoración, y la evolución hacia un sistema financiero más basado en el mercado. En Europa, la desaparición del riesgo del tipo de cambio entre los países de la zona del euro, el aumento de la integración financiera y un sistema financiero más basado en el mercado contribuyeron a aumentar la liquidez y la dimensión de los mercados de titulización.

La reciente crisis de los mercados financieros ha tenido un gran impacto en los mercados de titulización. A este respecto, aunque las operaciones de titulización en los mercados primarios se han mantenido en niveles elevados, el grueso de los instrumentos titulizados permanece en el balance de las entidades originadoras. El mercado primario de titulización pública se mostró muy débil y casi se paralizó durante la mayor parte del 2008 y en el primer semestre del 2009, aunque en el mercado secundario sigue registrándose cierta actividad. Ciertamente, la evidencia procedente de las encuestas sobre préstamos bancarios en la zona del euro de los trimestres recientes apunta a que los problemas para acceder a los mercados de titulización están teniendo un impacto en la disposición y en la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos. Es probable que esta tendencia continúe en un futuro próximo, debido a una base inversora desconcertada que sufrió fuertes pérdidas durante la crisis financiera, al alto grado de incertidumbre y a un exceso de oferta antes de la crisis.

Esta evolución de las actividades de titulización ha producido cambios significativos tanto en la estructura financiera de la mayoría de los países desarrollados, como en el papel de las propias entidades de crédito. A este respecto, el uso de la titulización antes de la crisis financiera modificó el funcionamiento de los mercados de crédito, reduciendo el papel fundamental de transformación de la liquidez tradicionalmente llevado a cabo por los intermediarios financieros. El papel cambiante de las entidades de crédito, que han pasado de «originar y mantener» a «originar, empaquetar y vender», también tuvo implicaciones para los incentivos y la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos. De hecho, desde una perspectiva macroeconómica, la titulización trajo consigo cambios significativos en los mercados de crédito, alterando con ello la evolución de los préstamos. En este sentido, una de las consecuencias de la titulización desde el punto de vista macroeconómico fue un aumento global de la oferta agregada de préstamos. Esto se debió a las características de las operaciones de titulización que liberan partes anteriormente ilíquidas de la cartera crediticia y, por lo tanto, favorecen una mayor movilización de fondos de los inversores. Además, al dar de baja totalmente los préstamos de su balance, con frecuencia, las entidades de crédito consiguieron reducciones de los requerimientos de capital regulatorio, lo que también pudo ser utilizado para aumentar la oferta de crédito. Desde una perspectiva microeconómica, la capacidad para titular parte de sus activos permitió a las entidades de crédito acceder a financiación adicional, que, a su vez, se utilizó para conceder más préstamos. Estudios recientes apuntan a que la expansión de la oferta de crédito en los últimos años estuvo impulsada, en parte, por la titulización. En particular, se dispone de evidencia de que el crecimiento del crédito es más elevado en aquellas áreas con mayor aumento de las operaciones de titulización y de que las entidades de crédito con mayor actividad en el mercado de titulización también parecen ofertar más préstamos³.

3 A. Sufi y A. Mian, «The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the U.S. mortgage default crisis», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124(4), 2009; e Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «Securitisation and the bank lending channel», *European Economic Review*, de próxima publicación.

Además, puede que la titulización haya alterado la función de seguimiento desempeñada por las entidades de crédito⁴. Al trasladar instrumentos de los balances de las entidades de crédito a los mercados, es posible que haya habido menos incentivos para los intermediarios financieros a la hora de seleccionar a los prestatarios. Esto concuerda con evidencia reciente que indica que la titulización podría haber conducido a una relajación de los criterios de aprobación de créditos⁵. Al aumentar la dependencia de las entidades de crédito de la financiación en los mercados, la titulización podría reforzar los vínculos entre los préstamos bancarios, la financiación de las propias entidades y la evolución sistémica de los mercados financieros. En consecuencia, cabe esperar que los incentivos y la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos dependan de las condiciones de los mercados financieros en mayor medida que en el pasado, cuando las entidades de crédito se financiaban predominantemente mediante depósitos bancarios. Esto se debe, fundamentalmente, a que los depósitos tienden a tener una remuneración más estable y a que, por definición, dependen menos de las condiciones de los mercados financieros que los instrumentos negociables. En conjunto, en circunstancias más extremas, la titulización podría tener un impacto significativo sobre la capacidad del sector bancario para conceder créditos.

No obstante, cabe esperar que cuando el mercado de titulización recupere su fortaleza adopte una forma muy distinta a la del período anterior a la crisis. En particular, se anticipa una fuerte reducción en el nivel de complejidad y apalancamiento de los instrumentos emitidos en un mercado más regulado. A este respecto, un mayor grado de transparencia e incentivos más alineados son cruciales para que el mercado de titulización sea eficiente.

- 4 Véanse B. Holmström y J. Tirole, «Financial intermediation, loanable funds, and the real sector», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112(3), 1997, pp. 663-691; y A. Ashcraft y T. Schuermann, «The seven deadly frictions of subprime mortgage credit securitization», *The Investment Professional*, otoño 2008.
- 5 B. Keys, T. Mukherjee, A. Seru y V. Vig, «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans 2001-2006», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125(1), 2010.

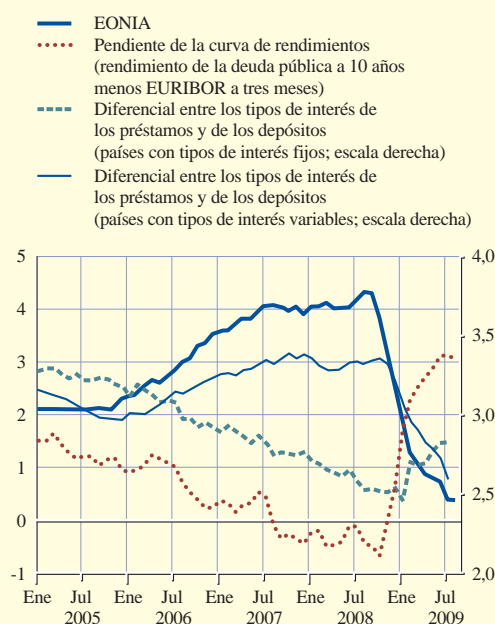
lítica monetaria. Por tanto, es importante tener en cuenta si las entidades prestan fondos predominantemente a tipos de interés variables o a tipos fijos. De hecho, existen considerables diferencias entre los países de la zona del euro en lo que se refiere al período habitual de fijación inicial del tipo de interés de los préstamos bancarios. Por ejemplo, se observa que una reducción de los tipos de interés oficiales y un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos tienen un efecto positivo sobre los ingresos netos por intereses de las entidades en los países en los que estas conceden préstamos principalmente a tipos de interés fijos y a largo plazo, mientras que el efecto contrario se encuentra en países en los que las entidades otorgan más préstamos a tipos de interés variables y a corto plazo (véase gráfico 7). En segundo lugar, como consecuencia de sus efectos sobre el precio de los activos, una reducción de los tipos de interés oficiales tiende a generar efectos de valoración positivos en las carteras de

negociación de las entidades. Un tercer resultado es que, al afectar al valor de las garantías aportadas por los prestatarios y a sus recursos generados, los cambios en el precio de los activos inducidos por la política monetaria afectan, a su vez, al nivel de los saneamientos en las carteras crediticias de las entidades, así como a las provisiones para insolvencias que las entidades deberán realizar.

Los cambios en los balances de las entidades de crédito inducidos por la política monetaria, así como otras perturbaciones que afectan a la solvencia de las entidades, pueden hacer que éstas modifiquen su oferta de préstamos. Esto puede reflejarse en los volúmenes de crédito proporcionados por las entidades, así como en las condiciones establecidas para la concesión de créditos. A título ilustrativo, en el gráfico 8 se muestra que, en determinados períodos, la limitada disponibilidad de fondos de las entidades ha contribuido a un endu-

Gráfico 7 Diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos y la curva de rendimientos

(porcentaje; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Reuters.

Notas: La categoría «países con tipos de interés fijos» incluye Bélgica, Alemania, Francia y Países Bajos; estos se definen como países en los que más del 50% de los préstamos hipotecarios son a tipos de interés con un período inicial de fijación del tipo de más de cinco años. La categoría «países con tipos de interés variables» está formada por los demás países de la zona del euro. Véase también «Differences in MFI interest rates across euro area countries», BCE, septiembre 2006.

recimiento significativo de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos, especialmente durante la reciente crisis financiera²⁵. Ciertamente, un estudio reciente²⁶, que utiliza información de la encuesta sobre préstamos bancarios en un modelo de estimación basado en un panel de países, proporciona evidencia de la importancia de factores relacionados con la disponibilidad de fondos para los préstamos bancarios. Estos factores, según se recogen en la encuesta, pueden interpretarse como efectos «puros» sobre la oferta de crédito, ya que se centran exclusivamente en factores inherentes a las respectivas entidades de crédito, mientras que los factores de la encuesta relativos a las percepciones de riesgos de las entidades que contribuyen al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito están relacionados con la calidad de los prestatarios, es decir, con el canal

del balance financiero descrito anteriormente, y, por tanto, sólo están vinculados indirectamente con la situación de las entidades.

Se considera que las restricciones en la oferta de crédito en un sentido más estricto, más concretamente las asociadas a los «costes relacionados con el nivel de capital de la entidad», son especialmente importantes en el caso de los préstamos a empresas, ya que tienen un notable impacto negativo sobre la tasa de crecimiento de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras, incluso después de tener en cuenta diversos factores de demanda (incluida la percepción de las entidades acerca de la demanda, aproximada por las respuestas recogidas en la encuesta sobre préstamos bancarios)²⁷. Las estimaciones relativas a los préstamos a estas sociedades indican que un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito resultante de un incremento en el coste del capital de la entidad se traduciría en un ligero descenso de la tasa de crecimiento intertrimestral de los préstamos bancarios a este sector. Además, la percepción de un aumento de los riesgos relativos al sector o a empresas concretas por parte de las entidades, medida de acuerdo con las contestaciones a la encuesta, afecta negativamente a los préstamos bancarios a las sociedades no financieras en general, incluso cuando se tiene en cuenta adicionalmente la percepción de las entidades participantes en la encuesta sobre las variaciones en la demanda de préstamos, según se recoge en las respuestas a una pregunta específica. Esta evidencia confirma el supuesto de que estos efectos son atribuibles al lado de la oferta del crédito bancario, reflejando el

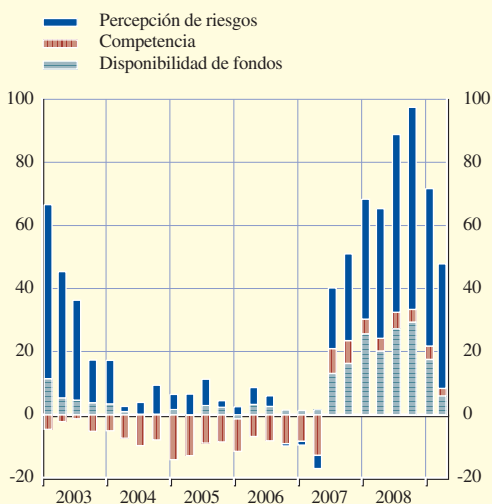
25 En A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, «Does monetary policy affect bank credit standards?», trabajo presentado en la XII Conferencia Anual del CEPR/ESI titulada «Evolving Financial System and the Transmission Mechanism of Monetary Policy», Basilea, septiembre 2008, y Hempell y Kok Sørensen (2009), op. cit., se recoge evidencia empírica sobre la importancia de las restricciones de capital para la oferta de préstamos en términos de endurecimiento de los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos en la zona del euro; para Estados Unidos, véase, por ejemplo, T. Bayoumi y O. Melander (2008), op. cit.

26 Véase H. S. Hempell y C. Kok Sørensen, «The impact of supply constraints on bank lending in the euro area», Serie Documentos de Trabajo, BCE, de próxima publicación.

27 Esta conclusión es acorde con los resultados de los estudios que han analizado la importancia del capital en las decisiones sobre préstamos de las entidades de crédito, como se ha mencionado anteriormente.

Gráfico 8 Factores que contribuyen a los cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas

(porcentaje neto)



Fuentes: Encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema y cálculos del BCE.

Notas: El factor «percepción de riesgos» se refiere a las «perspectivas relativas al sector o a empresas concretas», a las «expectativas relativas a la actividad económica en general» y a los «riesgos relativos a las garantías requeridas»; el factor «competencia» se refiere a la competencia de «otras entidades» de «instituciones no bancarias» y a la «competencia de la financiación en los mercados»; la «disponibilidad de fondos» se refiere a los «costes relacionados con el nivel de capital de la entidad», a la «capacidad de la entidad para acceder a la financiación en los mercados» y a la «situación de liquidez de la entidad». Los porcentajes netos indicados para los tres grupos de factores que han contribuido a la introducción de cambios son medias simples del endurecimiento de los factores determinados anteriormente.

impacto del canal del balance financiero y la mayor aversión al riesgo de las entidades de crédito.

En el caso de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, el impacto de las restricciones «puras» en la oferta de crédito es menos obvio cuando se utilizan técnicas de estimación similares. Parece haber evidencia mucho más concluyente de una evolución impulsada fundamentalmente por la demanda, especialmente cuando se incluye información sobre la demanda de préstamos, tal y como se recoge en las respuestas a una pregunta específica de la encuesta sobre préstamos bancarios. Por otra parte, por lo que respecta a la evolución en el reciente período de turbulencias, el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda indica que hubo menos presiones por el lado de la oferta en la evolución de esta mo-

dalidad de préstamos que en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras (véanse gráficos 5 y 6).

EL IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL BALANCE DE LOS PRESTATARIOS Y LA OFERTA DE PRÉSTAMOS

Por lo que se refiere al canal del balance financiero, en el que se considera que la política monetaria influye en la oferta de préstamos bancarios a través de su efecto sobre el valor neto de los balances de los prestatarios, evidencia empírica reciente basada en el análisis de solicitudes de préstamos de empresas apunta a la existencia de este mecanismo²⁸. Los datos sobre solicitudes de crédito permiten analizar las preguntas sobre si las entidades conceden préstamos y las razones que tienen para hacerlo, y ayudan a diferenciar el impacto procedente de la oferta de préstamos del causado por la demanda. La evidencia empírica sugiere que la probabilidad de que las entidades de crédito concedan préstamos a empresas más endeudadas y con una ratio de liquidez más reducida aumenta cuando los tipos de interés oficiales se reducen. El incremento asociado en el volumen de préstamos puede tener una influencia positiva en la actividad económica, dada la enorme importancia de las entidades de crédito como proveedores de financiación externa, especialmente en la zona del euro. Además, si las empresas con mayores restricciones de capital pertenecen a sectores con mayor productividad (por ejemplo, empresas del sector de biotecnología), el cambio inducido en la composición de las carteras crediticias de las entidades puede estimular aún más el crecimiento económico²⁹. Por tanto, la política monetaria puede influir en la actividad económica no sólo modificando el volumen de préstamos bancarios, sino también afectando a la composición de estos préstamos.

28 Véase G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró, y J. Saurina, «Identifying loan supply and balance-sheet channels with loan applications», trabajo presentado en la IV Conferencia del BI-CEPR sobre Dinero, Banca y Finanzas: Gobierno corporativo, estructura de capital y resultados de las empresas, Roma, octubre 2009.

29 Véase K. Matsuyama, «Credit Traps and Credit Cycles», *American Economic Review*, 2007, 97(1), pp. 503-16.

En el marco del canal del balance financiero de la transmisión de la política monetaria, los recortes de los tipos de interés oficiales no implican que las entidades de crédito estén asumiendo más riesgos, ya que el patrimonio neto de los prestatarios tiende a aumentar cuando los tipos de interés a corto plazo se reducen, por ejemplo a través de un incremento del valor de las garantías aportadas. En este contexto, las entidades otorgan préstamos a empresas que han mejorado su posición financiera y que, por consiguiente, conllevan menos riesgos.

No obstante, la evidencia empírica reciente indica que unos tipos de interés a corto plazo reducidos también pueden inducir a las entidades a conceder préstamos con un nivel efectivo de riesgo mayor (un mecanismo denominado el «canal de asunción de riesgos», como se describe en la sección 2) cuando el riesgo se mide de acuerdo con los criterios de concesión ex ante o en función de las probabilidades de impago. Cuando los tipos de interés a corto plazo son bajos, las entidades tienden a relajar los criterios que aplican y los préstamos concedidos tienden a mostrar mayor riesgo de impago. Además, las entidades con un nivel de capital relativamente reducido asumen más riesgos, y los diferenciales de los tipos de interés de esos préstamos no reflejan el elevado riesgo de crédito asumido³⁰. El impacto de unos tipos de interés a corto plazo reducidos también puede verse reforzado si las entidades realizan operaciones de titulización a gran escala. Todos estos efectos están presentes cuando se tienen en cuenta las mejoras en el riesgo asociado a las garantías requeridas a los prestatarios y en el valor de dichas garantías, lo que, por consiguiente, indica que las entidades de crédito asumen más riesgos cuando los tipos de interés de corto plazo se sitúan en niveles reducidos³¹.

EL IMPACTO DE LA OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS SOBRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la última parte de este artículo se analizan los vínculos entre el sector bancario y la economía real, en particular el impacto de las restricciones en la oferta de préstamos sobre la actividad económica y la inflación. Para que los canales del crédito y de asunción de riesgos sean operativos, la oferta de préstamos bancarios debería influir, en última ins-

tancia, en la actividad económica y en la inflación. Esto sucederá si las empresas y los consumidores no pueden sustituir de manera perfecta los préstamos bancarios por otras fuentes de financiación, como bonos o acciones. No obstante, aunque los mecanismos teóricos se han considerado y se han analizado en profundidad, la obtención de evidencia empírica que confirme la acción de estos mecanismos y la realización de estimaciones de la relevancia económica de los efectos de estos mecanismos siguen constituyendo un reto para los investigadores.

Existen diferentes enfoques empíricos que pueden utilizarse para analizar este impacto. Para la zona del euro, dos trabajos recientes basados en técnicas econométricas de panel utilizando datos macroeconómicos de países encuentran que las modificaciones de la oferta de crédito tienen un impacto no desdeñable sobre la actividad económica real en la región³². Estas conclusiones siguen siendo válidas incluso cuando se controla por los criterios aplicados para la concesión de créditos bancarios que figuran en la encuesta sobre préstamos bancarios.

30 Véanse G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró y J. Saurina, «Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?», trabajo presentado en The American Finance Association Meetings, San Francisco, 2009; V. Ioannidou, S. Ongena y J. L. Peydró, «Monetary policy, risk-taking and pricing: evidence from a natural experiment», trabajo presentado en el NBER Summer Institute, Cambridge, MA, 2009; A. Maddaloni y J. L. Peydró, «Bank risk-taking, securitisation, supervision and low interest rates», trabajo presentado en la conferencia «The Financial Crisis», New Haven, CT, 2009; Maddaloni et ál. (2009), op. cit.; y Marqués-Ibáñez et ál. (2009), op. cit. Todos estos trabajos muestran que el riesgo bancario es importante para la política monetaria. Cuando los tipos de interés a corto plazo se sitúan en niveles más bajos, la reducción de los diferenciales afecta no sólo a los préstamos, sino también a los diferenciales de los valores de renta variable y a los de los bonos. Para más información sobre los efectos de los tipos de interés a corto plazo en la valoración de los valores de renta variable, véase, por ejemplo, Bernanke y Kuttner (2005), op. cit.; y sobre los efectos en la valoración de los bonos, véase Manganelli y Wolswijk (2007), op. cit. Como se explica en la sección 2, unos tipos de interés reducidos pueden inducir una búsqueda de rentabilidad [véase Rajan (2005), op. cit.]. Los préstamos titulizados generan activos con una rentabilidad atractiva, pero, debido a la menor selección y seguimiento de los préstamos titulizados por parte de las entidades de crédito, la interacción entre unos tipos de interés reducidos y unas actividades de titulización intensas puede implicar la aplicación de unos criterios más flexibles para la aprobación de préstamos por parte de las entidades de crédito [véase A. Mian and A. Sufi (2009), op. cit.].

31 Véase Maddaloni y Peydró (2009), op. cit.

32 Véanse Cappelletto et ál., op. cit., y Čihák y Brooks (2008), op. cit.

Los criterios aplicados para la aprobación de préstamos también pueden utilizarse directamente como una medida de la oferta de crédito en la economía³³. De hecho, los criterios recogidos en las encuestas sobre préstamos bancarios tienen una capacidad predictiva sobre la evolución futura del crédito y el crecimiento económico. Esto se ha demostrado para Estados Unidos, donde se dispone de series temporales más largas, y más recientemente también para la zona del euro³⁴. Este resultado sugiere que los criterios aplicados a los prestatarios inciden sobre el crédito efectivo otorgado por las entidades de crédito, influyendo a su vez en la actividad económica.

Las respuestas incluidas en la encuesta en relación con los factores que influyen en la oferta de préstamos constituyen una manera simple e intuitiva de diferenciar los distintos mecanismos de transmisión de la política monetaria. En particular, los mecanismos de transmisión relacionados con el canal del crédito bancario y el canal del balance financiero pueden identificarse utilizando las respuestas relativas a la disponibilidad de fondos de las entidades de crédito y las percepciones de riesgos asociados a las garantías requeridas y a las perspectivas. En última instancia, también puede valorarse el impacto relativo sobre la actividad económica real y sobre los precios. Además, las encuestas sobre préstamos bancarios incluyen información explícita sobre la demanda de préstamos de empresas y hogares.

Los modelos de vectores autorregresivos (VAR) constituyen un marco empírico útil para analizar estos mecanismos³⁵. Las funciones de impulso-respuesta son una herramienta simple para ilustrar el impacto dinámico resultante de una perturbación que afecta a una de las variables y, por tanto, permite analizar la pregunta de si un endurecimiento de la oferta de préstamos tiene un efecto moderador sobre la actividad económica. En el gráfico 9 se presentan las respuestas del PIB y de un índice de precios a un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de todas las modalidades de préstamo, aproximado mediante las respuestas de la encuesta sobre préstamos bancarios. En este contexto, el endurecimiento implica

restricciones en todas las condiciones establecidas para conceder un préstamo (márgenes, volumen, plazo de vencimiento y garantías requeridas). El PIB desciende en respuesta a un endurecimiento de las condiciones. El impacto es similar para las restricciones en la oferta de préstamos a las sociedades no financieras y para las de préstamos hipotecarios, mientras que no es significativo en el caso del crédito al consumo. Este último resultado puede reflejar la escasa importancia relativa de este segmento en el mercado de crédito en la mayor parte de los países de la zona del euro, pese a las considerables tasas de crecimiento registradas en los últimos años³⁶. El efecto de las restricciones en la oferta sobre el PIB alcanza un nivel máximo transcurrido aproximadamente un año y desaparece al cabo de unos tres años.

Las restricciones en la oferta de crédito también influyen en la evolución de los precios. En el gráfico 9 se muestra que restricciones en todas las modalidades de préstamo se traducen en un descenso de la inflación³⁷. En comparación con el impacto sobre el PIB, el efecto sobre los precios tarda más en alcanzar un máximo.

El modelo VAR estimado a partir de datos de panel también puede contribuir a diferenciar la importancia relativa del canal del balance financiero y del

33 Para evidencia sobre Estados Unidos, véanse, e. g., Bayoumi y Melander (2008), op. cit., y A. Swiston, «A.U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due», *IMF Working Paper Series*, 08/161, Fondo Monetario Internacional, 2008.

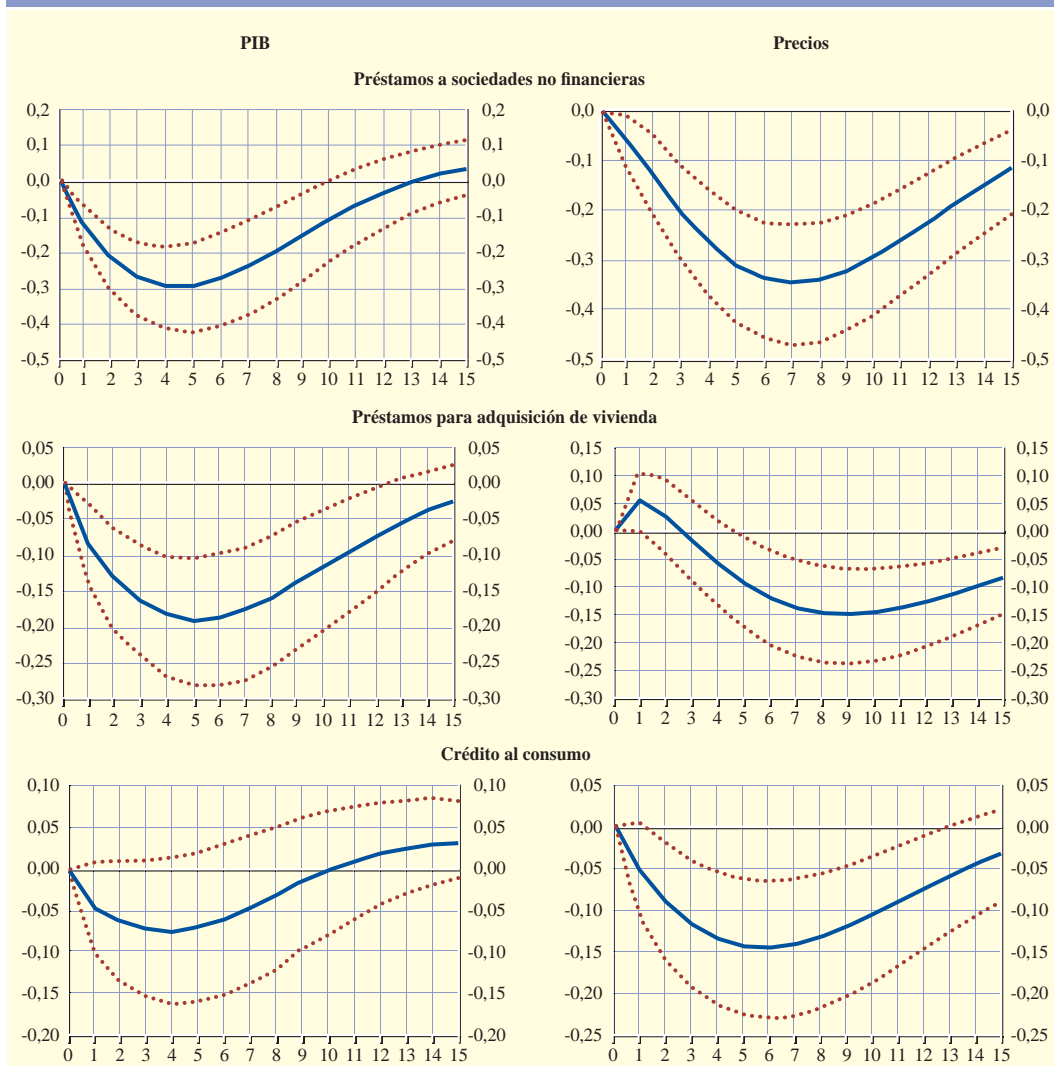
34 Para evidencia sobre Estados Unidos, véase C. Lown y D. P. Morgan, «The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n.º. 6, septiembre 2006, pp. 1575-1597. Para la zona del euro, véase G. de Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, «The bank lending survey matters: first empirical evidence for euro area credit and output», Serie Documentos de Trabajo, BCE, de próxima publicación.

35 Para más detalles, véase M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J. L. Peydró, «Trusting the Bankers: a New Look at the Credit Channel of Monetary Transmission», trabajo presentado en la conferencia C.R.E.D.I.T., Venecia, septiembre 2009. El panel VAR para la zona del euro incluye el PIB, los precios, los tipos de interés a corto plazo, la demanda de préstamos (aproximada por las variaciones en el volumen de la demanda obtenidas de la encuesta sobre préstamos bancarios) y las condiciones de la oferta de préstamos (aproximada por las variaciones en los criterios de aprobación obtenidas de la encuesta sobre préstamos bancarios).

36 El crédito al consumo representa menos del 10% del saldo vivo total de préstamos en la zona del euro.

37 El índice de precios es el deflactor del PIB.

Gráfico 9 Respuesta del PIB y de los precios a restricciones en la oferta de crédito



Fuente: Cicarelli et ál. (2009).

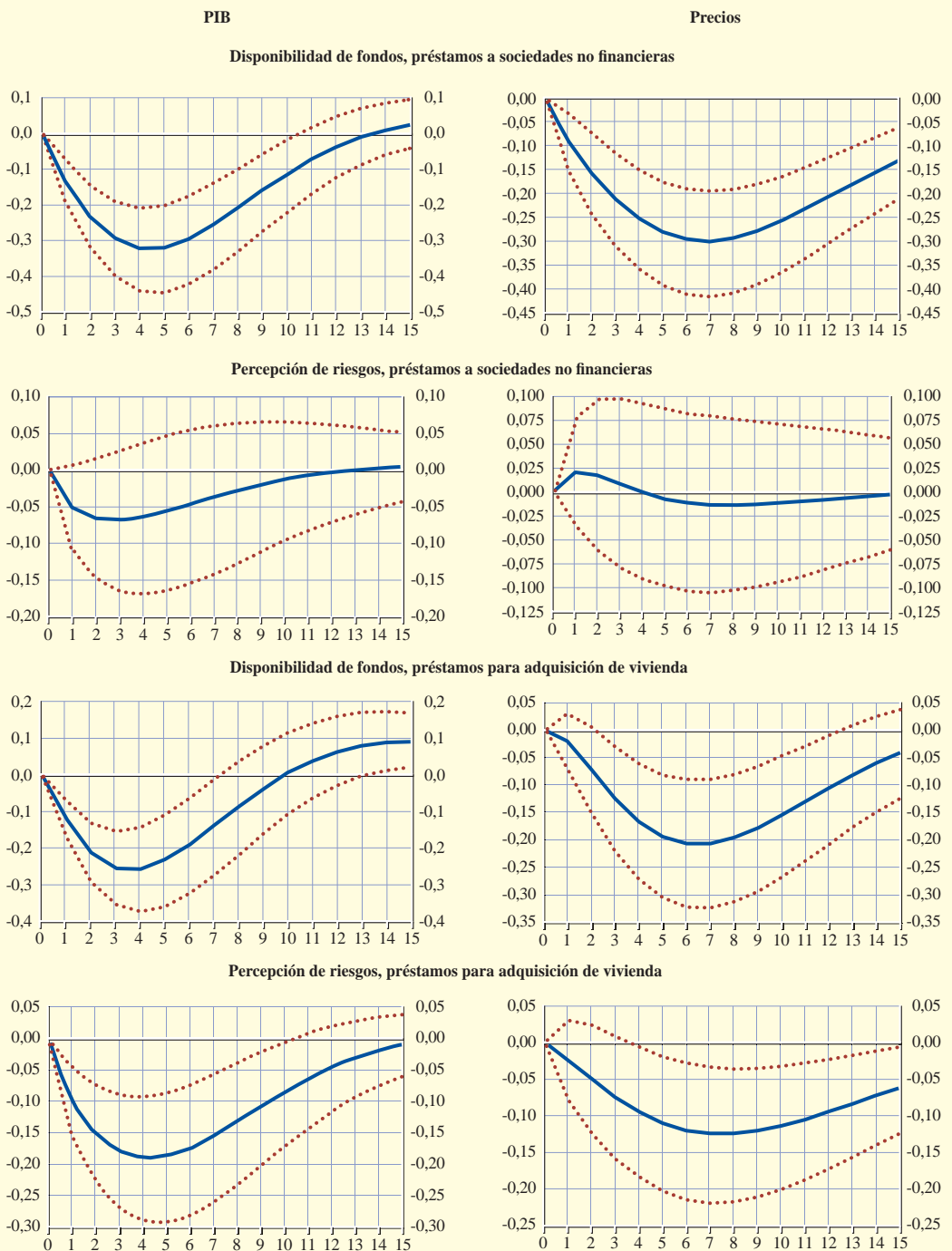
Notas: En estos gráficos se muestra la respuesta del logaritmo del PIB real y del deflactor del PIB ante una perturbación que afecta a la oferta de crédito con un tamaño equivalente a una desviación típica. La oferta de crédito se aproxima mediante las respuestas relacionadas con los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras, préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y crédito al consumo según figura en la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema. Las bandas de confianza son intervalos bayesianos de probabilidad al 68%.

canal del crédito bancario. Estos mecanismos de transmisión se identificaron utilizando las respuestas de la encuesta relativas a si las entidades de crédito modificaban sus criterios como consecuencia de la «disponibilidad de fondos» y/o de la «percepción de riesgos (sobre los prestatarios)». Las funciones de impulso-respuesta que se muestran en el gráfico 10 sugieren que el funcionamiento de los dos canales en la zona del euro presenta algunas diferencias en los préstamos a hogares para adqui-

sición de vivienda y en los préstamos a las sociedades no financieras. En el caso de los préstamos hipotecarios, ambos canales de la oferta están activos y su magnitud es comparable, y en el de los préstamos a las sociedades no financieras, únicamente el canal del crédito bancario parece tener un impacto sobre la actividad económica.

En resumen, la evidencia empírica disponible sugiere que los diversos canales del crédito conside-

Gráfico 10 Respuesta del PIB y de los precios a restricciones en la oferta de crédito resultantes de la disponibilidad de fondos y de la percepción de riesgos



Fuente: Cicarelli et ál. (2009).

Notas: En estos gráficos se muestra la respuesta del logaritmo del PIB real y del deflactor del PIB ante una perturbación que afecta a la oferta de crédito con un tamaño equivalente a una desviación típica. La oferta de crédito se aproxima mediante las respuestas relacionadas con los factores «disponibilidad de fondos» y «percepción de riesgos (de los prestatarios)» aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras y de préstamos a los hogares para adquisición de vivienda según figura en la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosystema. Las bandas de confianza son intervalos bayesianos de probabilidad al 68%.

rados en la sección 2 son parte del proceso de transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Más concretamente, las conclusiones empíricas indican que el canal del crédito bancario, incluido el canal del capital bancario, tiene más relevancia de la que se sugería en trabajos anteriores realizados a comienzos de siglo. Además, se dispone de evidencia creciente de la existencia de un canal del balance financiero en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Por último, resultados empíricos recientes apuntan a una amplificación de los impulsos de la política monetaria a través del denominado canal de asunción de riesgos.

Es muy probable que, durante la crisis financiera actual, y especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers, las fricciones relacionadas con la oferta de crédito hayan afectado a los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos, con consecuencias adversas para la concesión de crédito y la actividad económica. No obstante, por ahora sólo unos pocos estudios empíricos respaldan esta interpretación, ya que el número de observaciones para este período todavía es limitado. Al mismo tiempo, las medidas de política monetaria han contribuido a abordar las restricciones en la oferta de crédito mediante recortes considerables de los tipos de interés oficiales y adoptando medidas especiales (no convencionales), como la introducción de operaciones de financiación a largo plazo de hasta un año, la ampliación del sistema de activos de garantía y la adquisición de bonos garantizados. Es posible que estas medidas hayan contribuido a la disminución del endurecimiento de los criterios aplicados, como se ha señalado en las últimas encuestas sobre préstamos bancarios³⁸. Sin embargo, todavía puede haber restricciones en la oferta de crédito para determinados segmentos de prestatarios en la zona del euro y, por consiguiente, es necesario que las entidades de crédito trasladen los efectos de las medidas de política adoptadas a sus clientes, con el fin de aprovechar al máximo las oportunidades de recapitalización. Por último, es fundamental que continúen los ajustes de mercado, aunque sean diferentes en las distintas regiones y segmentos de mercado.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha presentado nueva evidencia acerca del impacto de la política monetaria sobre la oferta de préstamos bancarios y la actividad económica en la zona del euro, así como nueva evidencia empírica basada en la información proporcionada por la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Esta nueva fuente de datos ofrece la posibilidad de distinguir mejor la relación entre la oferta y la demanda de préstamos, que ha sido difícil de valorar empíricamente con los datos cuantitativos agregados disponibles. Los resultados empíricos han proporcionado indicios de la existencia de un canal del crédito en la zona del euro que se han hecho más aparentes en el período posterior a las perturbaciones financieras que comenzaron a mediados del 2007.

En cuanto al canal del crédito bancario, la perturbación actual ha sometido a considerable presión la capacidad de las entidades de crédito para financiarse mediante depósitos y en los mercados. Por lo que se refiere a la financiación en los mercados, la titulización, una importante fuente de financiación de las entidades, se ha visto seriamente afectada en los dos últimos años. Por otra parte, el deterioro de la posición de capital de las entidades, resultante también de una pronunciada caída de la rentabilidad, ha supuesto una tensión adicional para sus balances. En general, parece que las distintas presiones sobre los balances de las entidades y sobre sus costes de financiación han afectado a la oferta de préstamos bancarios a los hogares y a las empresas en la crisis actual. Además, el deterioro de la solvencia de los prestatarios ha tenido un impacto sustancial sobre la calidad de la demanda de préstamos y ha acentuado las presiones sobre la capacidad y la disposición de las entidades a conceder préstamos, algo que se ha hecho particularmente aparente en la información relacionada con los riesgos que proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios.

Al mismo tiempo, los resultados empíricos indican que el empeoramiento de la situación econó-

³⁸ Véase, por ejemplo, el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio del 2009», en el Boletín Mensual de agosto del 2009.

mica en general y de las perspectivas económicas ha afectado considerablemente a la demanda de préstamos. En función de la metodología aplicada, las conclusiones empíricas sugieren que la moderación observada actualmente en la evolución de los préstamos bancarios en su conjunto en la zona del euro se ve principalmente afectada por una demanda especialmente reducida de préstamos por parte del sector real de la economía. No obstante, esto no excluye la posibilidad de que también existan restricciones en la disponibilidad de crédito, al menos para determinados segmentos de prestatarios.

La política monetaria aplicada por el BCE en los dos últimos años, desde el comienzo de la crisis financiera, debe considerarse en este contexto. Manteniendo la estabilidad de precios como principal objetivo, las medidas de política monetaria

adoptadas por el BCE desde mediados del 2007 han respaldado la demanda, principalmente mediante reducciones consecutivas de los tipos de interés oficiales, y han estimulado la oferta de préstamos, en particular a través de las medidas «no convencionales» introducidas, como la provisión de financiación al sistema bancario mediante operaciones de liquidez a largo plazo con adjudicación plena y la adquisición de bonos garantizados denominados en euros. Estas medidas de política monetaria han de considerarse en un contexto en el que el sistema bancario ocupa una posición dominante en la concesión de financiación a las empresas y a los hogares de la zona del euro, por lo que es importante que las entidades de crédito de la zona aprovechen la oportunidad de trasladar el apoyo a la liquidez proporcionado por el Eurosistema a sus prestatarios últimos, que a su vez deberían respaldar el gasto y la inversión en el futuro.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS BALANES DEL EUROSISTEMA, DE LA RESERVA FEDERAL Y DEL BANCO DE JAPÓN

ARTÍCULOS

Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón

Durante las turbulencias financieras, que comenzaron en agosto del 2007, el tamaño y la composición de los balances de los bancos centrales han cambiado considerablemente, como consecuencia de la realización de operaciones excepcionales de política monetaria. En este artículo se analiza esta evolución reciente sobre la base de los balances simplificados del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón. La notable ampliación y la creciente complejidad de los balances de estos tres bancos centrales, especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, son una evidencia de la vigorosa respuesta de estas instituciones al grave deterioro de la situación financiera y económica.

I INTRODUCCIÓN

El balance de un banco central proporciona información detallada sobre cómo utiliza sus instrumentos de política monetaria, por lo que ayuda también a comprender cómo se ejecuta la política monetaria. Los cambios que se han producido en los balances desde el inicio de las turbulencias financieras muestran que los bancos centrales han utilizado los instrumentos existentes de forma innovadora y que han introducido nuevos instrumentos, para aliviar la escasez de liquidez y garantizar el buen funcionamiento de los mercados monetarios, condición esencial para la transmisión de la política monetaria. Durante las turbulencias financieras, particularmente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, los bancos centrales han potenciado su función de intermediación en los mercados monetarios y han ofrecido un apoyo fundamental a otros mercados de crédito, lo que ha tenido como consecuencia un notable incremento del tamaño y de la complejidad de sus balances.

En este artículo se describe y se compara la evolución de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón¹. Dado que los marcos de ejecución de la política monetaria y las normas contables de estos bancos centrales son diferentes, la comparación no se basa en sus estados financieros detallados, sino en versiones simplificadas de los mismos (en lo sucesivo, «balances simplificados»).

Entre junio del 2007 y diciembre del 2008, el activo total del Eurosistema y el de la Reserva Federal aumentaron considerablemente, en un 90% y un 160%, respectivamente, como resultado de las medidas adoptadas en respuesta a las turbulencias

financieras. Al mejorar la situación de los mercados monetarios en el primer semestre del 2009, el activo total del Eurosistema se redujo aproximadamente en un 20%, y el de la Reserva Federal, en un 10%. Sin embargo, como consecuencia de la elevada demanda que suscitó la primera operación de financiación a un año del Eurosistema, realizada el 24 de junio de 2009, el tamaño del balance del Eurosistema volvió a aumentar, casi hasta alcanzar niveles máximos. Por el contrario, el balance del Banco de Japón era relativamente amplio en el 2007, debido al pronunciado incremento de los billetes en circulación observado a finales de los noventa, lo que significaba que el nivel de billetes en circulación se mantenía por encima de su tendencia a largo plazo. Por consiguiente, el balance del Banco de Japón sólo creció un 25% entre junio del 2007 y marzo del 2009, cuando alcanzó su máximo a raíz de las turbulencias financieras.

Varios factores han contribuido a la sustancial ampliación y a la mayor complejidad de los balances de estos tres bancos centrales durante las turbulencias financieras. Antes de septiembre del 2008, el Eurosistema y la Reserva Federal aumentaron el número de operaciones de financiación, especialmente de las que se realizaban a plazos amplios, e introdujeron las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera. Al mismo tiempo, el Banco de Japón utilizó instrumentos que habían sido creados durante la crisis financiera que padeció Japón en los años noventa y que, por lo tanto, ya presentaban características no convencionales, como plazos más largos y un abanico más amplio de activos de garantía. Posteriormente, durante la fase más intensa de las turbulencias financieras,

¹ Este artículo abarca el período transcurrido hasta finales de agosto del 2009.

cuando los tipos de interés se situaron en niveles próximos a cero, los tres bancos centrales dirigieron su atención cada vez más a la transmisión de la política monetaria al sector real de la economía. En consecuencia, se volvió esencial prestar apoyo a los principales mercados de crédito mediante compras simples de activos o mediante facilidades especiales de crédito. En la segunda sección se examina el concepto de balances simplificados, y en la tercera se analiza la evolución de los balances de los tres bancos centrales de forma más detallada.

2 BALANCES SIMPLIFICADOS: FUNDAMENTO Y DEFINICIÓN

Los marcos de ejecución de la política monetaria y las normas contables del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón presentan diferencias, que se reflejan en la estructura de sus balances. Así pues, para facilitar la comparación entre estos balances y para que ésta sea más significativa, se utilizan versiones simplificadas de los mismos (en el recuadro se describe con más detalle la elaboración de los balances simplificados).

En el balance simplificado se agregan y se compensan varias partidas incluidas en el estado financiero, con el fin de destacar las que están relacionadas con las operaciones de política monetaria y de facilitar el análisis de la liquidez. El balance muestra la relación entre el tamaño y el tipo de instrumento de política monetaria, en moneda local y extranjera, y recoge los principales factores autónomos de liquidez.

Las tres principales categorías de partidas del balance simplificado son (i) los factores autónomos de liquidez, (ii) las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera, introducidas durante las turbulencias financieras para facilitar fondos en divisas a las entidades de contrapartida nacionales, y (iii) los instrumentos de política monetaria que se utilizan para controlar los tipos de interés en los mercados monetarios nacionales y, a partir de septiembre del 2008,

para reforzar determinados segmentos de los mercados de crédito (véase cuadro 1). Todas estas partidas figuran tanto en el activo como en el pasivo del balance.

Los factores autónomos de liquidez son partidas del balance, como los billetes en circulación y los depósitos de las AAPP, sobre las que los bancos centrales tienen poco o ningún control, pero que pueden afectar a los tipos de interés o a la situación de liquidez a corto plazo. En el presente artículo, los factores autónomos de liquidez que figuran en el activo del balance incluyen los activos exteriores netos (es decir, los activos en moneda extranjera mantenidos a vencimiento por motivos de intervenciones en divisas o de inversión) y, en el caso del Eurosistema, los activos interiores mantenidos a vencimiento por los BCN y que no se utilizan en la ejecución de la política monetaria. En el pasivo, los factores autónomos incluyen los billetes en circulación, los depósitos de las AAPP (es decir, las cuentas corrientes mantenidas por los departamentos del Tesoro en los BCN) y una partida residual denominada «otros factores autónomos (neto)».

Las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera, que se han llevado a cabo en respuesta a las turbulencias financieras, consisten en *swaps* y *repos* mediante los cuales los bancos centrales suministran moneda extranjera a los mercados interbancarios nacionales. La moneda extranjera utilizada en estas operaciones se obtiene mediante acuerdos de *swaps* con otros bancos centrales.

Los instrumentos de política monetaria figuran también tanto en el activo como en el pasivo del balance simplificado. Los *repos* a corto y a largo plazo, las facilidades de crédito y las carteras a vencimiento se registran en el activo, mientras que las cuentas corrientes mantenidas por las entidades de crédito para cumplir las exigencias de reservas mínimas o para realizar operaciones, las operaciones de absorción de liquidez (como los depósitos a plazo fijo y los *repos* inversos), las facilidades de depósito y otros instrumentos de absorción de liquidez se registran en el pasivo.

Cuadro 1 Balances simplificados del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón al final de agosto del 2009

Activo			Pasivo		
(a) Eurosistema¹ (mm de euros)					
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores netos	392	(317)	Billetes en circulación	767	(633)
Activos interiores ²	341	(131)	Depósitos de las AAPP	136	(70)
			Otros factores autónomos (neto)	189	(27)
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera					
<i>Repos</i> con dólares	31	(0)	Pasivos frente a la Reserva Federal	31	(0)
<i>Swaps</i> con coronas danesas	0	(0)	Pasivos frente al Banco Nacional Suizo	19	(0)
<i>Swaps</i> con coronas suecas	3	(0)			
Instrumentos de política monetaria					
Cartera de bonos garantizados (<i>covered bonds</i>)	9	(0)	Cuentas corrientes	203	(182)
Operaciones principales de financiación	78	(313)	Operaciones de absorción	0	(0)
Operaciones de financiación a plazo más largo	634	(150)	Facilidad de depósito	143	(1)
Operaciones de ajuste	0	(0)			
Facilidad marginal de crédito	0	(1)			
Total	1.488	(913)		1.488	(913)
(b) Reserva Federal³ (mm de dólares)					
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores netos	38	(34)	Billetes en circulación	870	(775)
			Depósitos de las AAPP	13	(4)
			Otros factores autónomos (neto)	76	(49)
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera					
<i>Swaps</i> de liquidez entre bancos centrales	60	(0)			
Instrumentos de política monetaria					
Activos interiores	1.485	(790)	Cuentas corrientes	862	(16)
<i>Repos</i>	0	(20)	<i>Repos</i> inversos	0	(0)
Operaciones de financiación a plazo (<i>Term Auction Facility</i> , TAF)	221	(0)	Cuenta de financiación complementaria del Tesoro	200	(0)
Otros créditos	217	(0)			
Total	2.021	(845)		2.021	(845)
(c) Banco de Japón¹ (100 mm de yenes)					
Factores autónomos de liquidez					
Activos exteriores	54	(57)	Billetes en circulación	762	(758)
			Depósitos de las AAPP	29	(42)
			Otros factores autónomos (neto)	139	(-59)
Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera					
<i>Repos</i> con dólares	8	(0)	Pasivos frente a la Reserva Federal	8	(0)
Instrumentos de política monetaria					
Activos interiores	596	(578)	Cuentas corrientes	119	(97)
<i>Repos</i>	399	(204)	<i>Repos</i> inversos	0	(0)
Otros créditos	0	(0)	Letras del Banco de Japón	0	(0)
Total	1.056	(838)		1.056	(838)

Fuentes: Cálculos del BCE basados en el estado financiero semanal del Eurosistema (datos semanales); en los datos estadísticos del estado H.4.1, cuadro 9 «Consolidated statement of condition of all Federal Reserve banks» (anteriormente cuadro 8) y de Wednesday Historical Levels, cuadro 16 (datos semanales), de la Reserva Federal; en las cuentas y en «Monetary Base and the Bank of Japan's transactions» (datos mensuales), del Banco de Japón.

1) A 28 de agosto de 2009 (datos a 29 de junio de 2007 entre paréntesis).

2) De los cuales, la partida de «préstamos singulares al sector público denominados en euros» se situaba en 37 mm de euros el 29 de junio de 2007 y en 36 mm de euros el 28 de agosto de 2009.

3) A 26 de agosto de 2009 (datos a 27 de junio de 2007 entre paréntesis).

BALANCES SIMPLIFICADOS: METODOLOGÍA

En los balances simplificados, la información registrada en los estados financieros de los bancos centrales se presenta de forma estandarizada, agregando y compensando algunas partidas, dependiendo en este último caso del grado de detalle del respectivo estado financiero. Por ejemplo, el estado financiero del Eurosistema contiene información muy detallada sobre cuentas no relacionadas con la política monetaria. La ratio entre el activo total del balance simplificado y el activo total del estado financiero es aproximadamente de 4/5 para el Eurosistema y el Banco de Japón y casi de 1/1 para la Reserva Federal.

Los balances simplificados recogen tres categorías de activos y pasivos: los factores autónomos de liquidez, las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera y los instrumentos de política monetaria.

Factores autónomos de liquidez

En el activo del balance simplificado, los factores autónomos de liquidez incluyen la partida de «activos exteriores netos». Esta partida agrega todas las cuentas denominadas en moneda extranjera, incluyendo el oro y los derechos especiales de giro y excluyendo las operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera; la cifra agregada es la diferencia entre la suma de las cuentas de activo y la suma de las cuentas de pasivo. El balance simplificado del Eurosistema presenta un factor autónomo adicional en el activo, los «activos interiores», que son valores y deuda pública denominados en euros que los bancos centrales de la zona del euro mantienen a vencimiento por motivos de inversión, asumiendo el correspondiente riesgo financiero. Estas carteras están sometidas a límites máximos de tamaño, acordados por el Eurosistema, a fin de garantizar que no interfieran en la ejecución de la política monetaria única.

Los factores autónomos de absorción de liquidez, contabilizados en el pasivo del balance simplificado, son los billetes y los depósitos de las AAPP. Una categoría residual, denominada «otros factores autónomos (neto)», se calcula como la diferencia entre la suma de todas las cuentas del pasivo y la suma de todas las cuentas del activo del estado financiero que no figuran en el balance simplificado. Ninguna de las partidas así agregadas está relacionada con las operaciones de política monetaria.

Al final del 2008, como consecuencia de una reclasificación contable, la composición del estado financiero semanal del Eurosistema cambió, de tal forma que parte de las carteras de inversión de los bancos centrales pasaron de la partida A11 («otros activos») a la partida A7 («valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro»). Aunque esta reclasificación contable no afectó al tamaño del estado financiero semanal, supuso una ampliación del balance simplificado del Eurosistema, debido a que, a diferencia de la partida A11, la partida A7 no se integra en la partida de «otros factores autónomos (neto)». El cambio de nivel de 157,4 mm de euros de los «activos interiores» resultante, registrado en el balance simplificado el 2 de enero de 2009, refleja, en cierta medida, la ampliación de las carteras de inversión en el período comprendido entre mediados del 2007 y finales del 2008. Antes de la reclasificación contable, estas inversiones figuraban en «otros activos» en el estado financiero semanal¹.

1 Véase la nota de prensa del 7 de enero de 2009 en <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2009/html/fs081231.en.html>.

Operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera

En los estados financieros de los bancos centrales, todas las operaciones en moneda extranjera se incluyen habitualmente en las mismas partidas de activos y pasivos exteriores. Sin embargo, en los balances simplificados examinados en el presente artículo, las operaciones realizadas en respuesta a las turbulencias financieras se presentan por separado. En estas operaciones, la Reserva Federal proporciona a otros bancos centrales liquidez en dólares y adquiere así un activo que figura en su balance en la partida de «*swaps* de liquidez entre bancos centrales». A cambio de fondos en dólares, la Reserva Federal recibe fondos en euros (yenes), que deposita en el Eurosistema (Banco de Japón). Este depósito en euros (yenes) se registra en la partida «pasivos frente a la Reserva Federal» en el pasivo del balance del Eurosistema (Banco de Japón)². El Eurosistema utiliza actualmente los fondos en dólares recibidos de la Reserva Federal para realizar operaciones de inyección de liquidez en dólares con sus entidades de contrapartida en forma de *repos*. La partida de «*repos* con dólares», que figura en el activo del balance simplificado del Eurosistema, representa el activo en dólares que el Eurosistema adquiere frente a sus entidades de contrapartida en los *repos*. Asimismo, los *repos* con dólares realizados por el Banco de Japón figuran como un activo en su balance.

Hasta enero del 2009, el Eurosistema efectuaba también operaciones de inyección de liquidez en dólares en forma de *swaps*. En estas operaciones de *swaps*, el Eurosistema proporcionaba a sus entidades de contrapartida dólares a cambio de euros, que se adeudaban (restaban) en las cuentas corrientes de las entidades de contrapartida. Los *swaps* franco suizo/euro, realizados en cooperación con el Banco Nacional Suizo, son operaciones similares: a cambio de francos suizos, el Banco Nacional Suizo recibe euros, que deposita en el Eurosistema. En las cuentas del Eurosistema, este depósito en euros se registra en el pasivo, en la partida «pasivos frente al Banco Nacional Suizo». El Eurosistema ha suscrito también acuerdos recíprocos de divisas con el Danmarks Nationalbank y el Sveriges Riksbank. Mediante *swaps* euro/corona danesa y euro/corona sueca, las entidades de crédito de Dinamarca y Suecia reciben euros a cambio de su moneda nacional. El Eurosistema deposita las coronas danesas y suecas en los respectivos bancos centrales, adquiriendo así activos en moneda extranjera, que se registran en las partidas de «*swaps* con coronas danesas» y «*swaps* con coronas suecas» en el balance simplificado del Eurosistema.

Instrumentos de política monetaria

Las principales diferencias en los balances simplificados de los tres bancos centrales que se analizan en el presente artículo se observan en las partidas incluidas en los instrumentos de política monetaria. En el caso del Eurosistema, el balance simplificado muestra la liquidez proporcionada mediante operaciones principales de financiación a una semana; operaciones de financiación a plazo más largo a uno, tres y seis meses; operaciones de ajuste, y la facilidad marginal de crédito a un día. Un amplio conjunto de activos, que incluye tanto deuda pública como privada, se admite como garantía en estas operaciones, a las que actualmente tienen acceso alrededor de unas 2.200 entidades de contrapartida. Además, los instrumentos de política monetaria del Eurosistema incluyen la cartera de bonos garantizados (*covered bonds*) que se ha venido constituyendo desde julio del 2009 y que está claramente separada de las carteras a vencimiento mantenidas por los bancos centrales de la zona del euro («activos interiores»).

Mientras que, en el caso del Eurosistema y, en menor medida, del Banco de Japón, las operaciones de financiación han tendido a representar un porcentaje importante del activo total del balance sim-

² La parte futura de los *swaps* se registra fuera de balance.

plificado, incluso antes de las turbulencias financieras, en el caso de la Reserva Federal estas operaciones han constituido una parte relativamente reducida del activo total y, de hecho, los *repos* tradicionalmente sólo se han utilizado para hacer frente a fluctuaciones transitorias de las necesidades de liquidez del sistema bancario.

En la ejecución de su política monetaria, tanto la Reserva Federal como el Banco de Japón utilizan activamente las carteras a vencimiento («activos interiores»), que se registran como instrumentos de política monetaria en el balance simplificado utilizado en el presente artículo. En la actualidad, las tenencias de la Reserva Federal comprenden letras del Tesoro, bonos y obligaciones, valores de renta fija de agencias federales y, desde enero del 2009, bonos de titulización hipotecaria de agencias federales. Antes del inicio de las turbulencias financieras, la Reserva Federal tendía a mantener el tamaño de su cartera a vencimiento en el mismo nivel que el de los billetes en circulación. Las tenencias del Banco de Japón incluyen actualmente deuda pública, letras a descuento del Tesoro y acciones mantenidas en fondos fiduciarios, así como pagarés de empresa y valores de renta fija privada, desde febrero y marzo del 2009, respectivamente. Las carteras a vencimiento de deuda pública japonesa han permanecido en un nivel inferior al del importe de los billetes emitidos.

Por otra parte, en el activo del balance simplificado de la Reserva Federal se contabilizan las operaciones de financiación a plazo (*Term Auction Facility, TAF*), instauradas en respuesta a las turbulencias financieras. En comparación con los *repos* regulares de la Reserva Federal, en estas operaciones puede participar un mayor número de entidades de contrapartida (cerca de 7.000, frente a 18 en los *repos* regulares) y la gama de activos de garantía que pueden aportar es más amplia. En el caso de la Reserva Federal, la partida de «otros créditos» del balance simplificado comprende las partidas de «otros préstamos» y «cartera neta» de su estado financiero e incluye muchas de las medidas de aumento del crédito adoptadas por la Reserva Federal (para más detalles, véase la sección 3.1). En el caso del Banco de Japón, la partida de «otros créditos» comprende las operaciones especiales de provisión de fondos con garantía de valores de renta fija privada realizadas a partir de enero del 2009 y la facilidad complementaria de crédito, mediante la cual se conceden préstamos a un día a las entidades de contrapartida que los soliciten.

Los instrumentos de política monetaria registrados en el pasivo del balance simplificado incluyen las cuentas corrientes de las entidades de crédito, así como otros instrumentos de absorción de liquidez de la política monetaria. Las cuentas corrientes comprenden las reservas mínimas obligatorias y el «exceso de reservas», es decir, las reservas mantenidas en exceso de las reservas mínimas obligatorias. El Eurosistema ofrece una facilidad permanente de depósito que permite a las entidades de contrapartida depositar liquidez a un día. La partida de «operaciones de absorción» del balance simplificado del Eurosistema consiste en la captación de depósitos a plazo fijo, que, a diferencia de los *repos* inversos de la Reserva Federal y del Banco de Japón, no supone la transferencia de activos de garantía a las entidades de contrapartida. La partida de «cuenta de financiación complementaria del Tesoro» comprende los depósitos mantenidos por el Tesoro estadounidense en la Reserva Federal, en el marco de un sistema establecido en septiembre del 2008 para absorber algo del exceso de liquidez proporcionada mediante las nuevas facilidades de crédito. Finalmente, la partida de «letras del Banco de Japón» contiene las letras emitidas por el Banco de Japón.

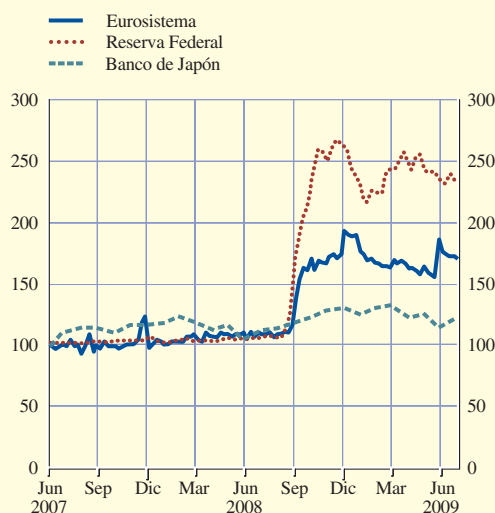
3 EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES DESDE JUNIO DEL 2007

Durante la primera fase de las turbulencias financieras, que duró hasta septiembre del 2008, el tamaño de los balances de los bancos centrales no cambió de forma significativa (véase gráfico 1). Las inyecciones de liquidez se compensaron con la venta de activos de los bancos centrales o con ajustes a la baja de la magnitud de las operaciones de financiación hacia el final del período de mantenimiento, a fin de garantizar la inexistencia de excesos de liquidez en el sistema bancario. Sin embargo, después de la intensificación de las turbulencias financieras en el cuarto trimestre del 2008, el Eurosistema adoptó medidas adicionales de apoyo al crédito y la Reserva Federal puso en práctica un plan de aumento del crédito, que supusieron, en ambos casos, un incremento significativo de sus respectivos balances. Posteriormente, la mejora de la situación de los mercados monetarios en el primer semestre del 2009 dio lugar a una reducción del activo total del Eurosistema y de la Reserva Federal. Sin embargo, la elevada demanda suscitada por la operación de financiación a un año realizada el 24 de junio de 2009 tuvo como resultado un nuevo aumento del tamaño del balance del Eurosistema. Debido al alto nivel de billetes en circulación, consecuencia de un crecimiento por encima de la tendencia a finales de los noventa, el balance del Banco de Japón era relativamente amplio antes del inicio de las turbulencias financieras, por lo que su crecimiento en los dos últimos años ha sido menor.

El cuadro 2 muestra el activo total en porcentaje del PIB y de los billetes en circulación en la zona del euro, en Estados Unidos y en Japón. Antes de la adopción de las medidas destinadas a hacer frente a las turbulencias financieras, los tamaños de los balances de estos tres bancos centrales, medidos en relación con el PIB y con los billetes en circulación, eran diferentes. La Reserva Federal tenía el balance de menor tamaño en relación con el PIB y con los billetes en circulación, mientras que el Eurosistema presentaba el balance de mayor tamaño en relación con los billetes en circulación, y el Banco de Japón, el de mayor tamaño en relación

Gráfico 1 Activo total del balance simplificado

(junio 2007 = 100)



Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal, Banco de Japón y cálculos del BCE.

Nota: El aumento del activo total del Eurosistema contabilizado el 2 de enero de 2009 se debió a una reclasificación contable. Las ampliaciones de las carteras de inversión registradas en años anteriores se reflejaron en el activo del balance simplificado (véase recuadro).

con el PIB. Esta disparidad puede explicarse, al menos en parte, por varios factores, tales como las diferencias en las estructuras de los mercados financieros, en los marcos de ejecución de la política monetaria y en la situación económica. Como resultado del incremento del activo de los bancos

Cuadro 2 Activo total del balance simplificado en relación con el PIB y con los billetes en circulación

	Eurosistema	Reserva Federal	Banco de Japón
En relación con el PIB (%)			
Junio 2007	10	6	16
Nivel máximo	19	15	23
Fecha del nivel máximo	2.01.09	17.12.08	31.03.09
Agosto 2009	16	14	22
En relación con los billetes en circulación (%)			
Junio 2007	144	109	111
Nivel máximo	231	266	144
Fecha del nivel máximo	2.01.09	17.12.08	31.03.09
Agosto 2009	194	232	139

Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal, Banco de Japón y cálculos del BCE.

centrales observado desde octubre del 2008, el balance de la Reserva Federal se ha convertido en el de mayor tamaño en relación con los billetes, aunque ha seguido siendo el de menor tamaño en relación con el PIB. En las secciones siguientes se describen los factores que han contribuido a la expansión del activo de los bancos centrales.

3.1 IMPACTO DE LOS INSTRUMENTOS DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ

El notable aumento de tamaño y el cambio en la composición de los balances simplificados fueron provocados por las medidas adoptadas por los bancos centrales para hacer frente a las tensiones en los mercados monetarios con el fin de asegurar una adecuada instrumentación de la política monetaria.

EUROSISTEMA

Durante la primera fase de las turbulencias financieras, el principal cambio en el enfoque del Eurosistema respecto a la gestión de la liquidez, es decir, el aumento de la frecuencia y de los importes adjudicados en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), no repercutió en el tamaño del balance simplificado y sólo afectó a la ratio entre las OFPML y las operaciones de financiación a una semana, en el sentido de que las OFPML pasaron de constituir una tercera parte del saldo vivo total de operaciones de financiación antes de las turbulencias financieras a representar dos tercios de las mismas en septiembre del 2008.

En octubre del 2008, el Eurosistema adoptó una serie de medidas de apoyo al crédito, que se complementaron con varios instrumentos adicionales en mayo del 2009. En primer lugar, el Eurosistema empezó a realizar todas las operaciones de financiación a tipo fijo y con adjudicación plena de todas las pujas de las entidades de contrapartida. Al mismo tiempo, se amplió temporalmente la ya larga lista de activos admisibles como garantía en las operaciones de mercado abierto, lo que constituyó el segundo componente básico del plan de apoyo al crédito. En tercer lugar, se elevó el número y la frecuencia de las OFPML con vencimientos comprendidos entre uno y seis meses. Estas tres clases de medidas de apoyo al crédito tuvieron como resultado un aumento sig-

nificativo del tamaño del balance del Eurosistema. El saldo vivo de las OFPML pasó de 150 mm de euros en junio del 2007 a más de 600 mm de euros al final del 2008, lo que casi dobló el saldo vivo total de las operaciones de financiación, que alcanzó un máximo de 850 mm de euros el 2 de enero de 2009 [véase gráfico 2(a)]. El saldo vivo de las operaciones principales de financiación (OPF) se incrementó también, desde una media de 190 mm de euros durante la primera fase de las turbulencias financieras hasta 340 mm de euros al principio de diciembre del 2008, y disminuyó posteriormente.

En el primer semestre del 2009, al mejorar la situación en los mercados monetarios, la demanda de OFPML a un mes, tres meses y seis meses se redujo progresivamente, hasta situarse en 400 mm de euros. No obstante, el Eurosistema mantuvo las excepcionales medidas de liquidez para animar a las entidades bancarias a conceder créditos al sector real. Además, el 24 de junio de 2009, el Eurosistema realizó su primera OFPML a un año, como ampliación de la tercera medida de apoyo al crédito mencionada anteriormente. Las entidades de contrapartida mostraron un gran interés por esta operación y el importe adjudicado fue de 442 mm de euros, lo que volvió a suponer una notable ampliación del tamaño del balance del Eurosistema. El saldo vivo total de las operaciones de financiación alcanzó los 900 mm de euros al final de junio del 2009.

En julio del 2009, el Eurosistema puso en marcha el cuarto componente básico del plan de apoyo al crédito, concretamente las compras simples de bonos garantizados (*covered bonds*). En los dos primeros meses se adquirieron bonos por valor de 9 mm de euros y se espera que el importe total de la cartera alcance los 60 mm de euros a finales de junio del 2010. Esta medida originó un cambio importante en el balance del Eurosistema, ya que la partida de «valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro» se dividió en dos subepígrafes: la cartera de bonos garantizados mantenida por motivos de política monetaria y los activos mantenidos por razones de inversión de los bancos centrales de la zona del euro, que son un factor autónomo.

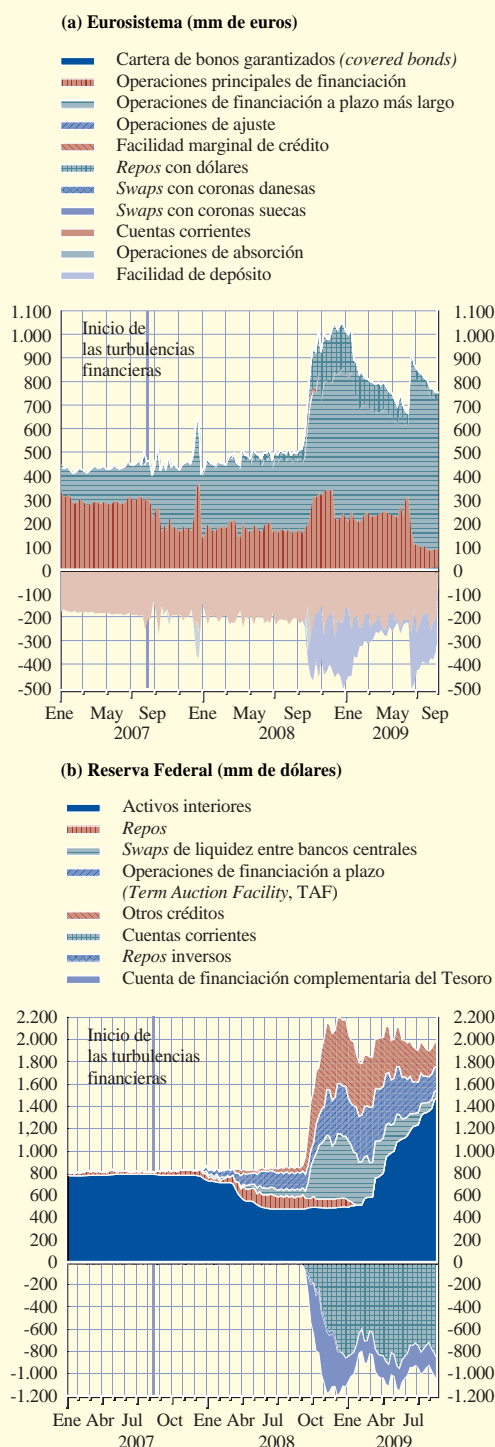
RESERVA FEDERAL

Los *repos* regulares de la Reserva Federal, utilizados normalmente para corregir fluctuaciones temporales de las necesidades de liquidez del sistema bancario, se cifraron, en promedio, en 30 mm de dólares en el primer semestre del 2007. A comienzos del 2008, la Reserva Federal inició un plan de *repos* a un mes, que elevó el saldo vivo de *repos* a 130 mm de dólares en mayo del 2008. Dado que los planes de crédito puestos en marcha tras la quiebra de Lehman Brothers generaron altos niveles de exceso de reservas, la Reserva Federal dejó de llevar a cabo *repos* regulares en enero del 2009 [véase gráfico 2(b)]. En diciembre del 2007, la Reserva Federal inició las denominadas operaciones de financiación a plazo (*Term Auction Facility*, TAF), destinadas a prestar fondos a plazo, elevando el plazo máximo de vencimiento a tres meses en el 2008. El saldo vivo de estas operaciones alcanzó un máximo de casi 500 mm de dólares en marzo del 2009, tras lo cual fue disminuyendo hasta situarse entorno a 220 mm de dólares.

Además de los *repos* regulares y de las operaciones de financiación a plazo, los cambios en la cartera a vencimiento han afectado al tamaño y a la composición del balance de la Reserva Federal durante las turbulencias financieras. Inicialmente, la Reserva Federal vendió títulos del Tesoro por valor de unos 300 mm de dólares entre junio del 2007 y septiembre del 2008, a fin de compensar la liquidez proporcionada por medio de las operaciones de financiación a plazo y de otros planes nuevos de crédito. Sin embargo, en el contexto de su política de aumento del crédito, la Reserva Federal comenzó a adquirir valores de renta fija de agencias federales en septiembre del 2008 y bonos de titulación hipotecaria de agencias federales en enero del 2009. El saldo total de esta cartera se situó en 740 mm de dólares en agosto del 2009. Además, en abril del 2009, la Reserva Federal reanudó sus compras de valores del Tesoro, con lo que su cartera se había incrementado en 270 mm de dólares a finales de agosto del 2009.

Finalmente, la partida de «otros créditos» contribuyó de forma significativa a la gran expansión del balance de la Reserva Federal. Esta partida incluye la

Gráfico 2 Instrumentos de política monetaria



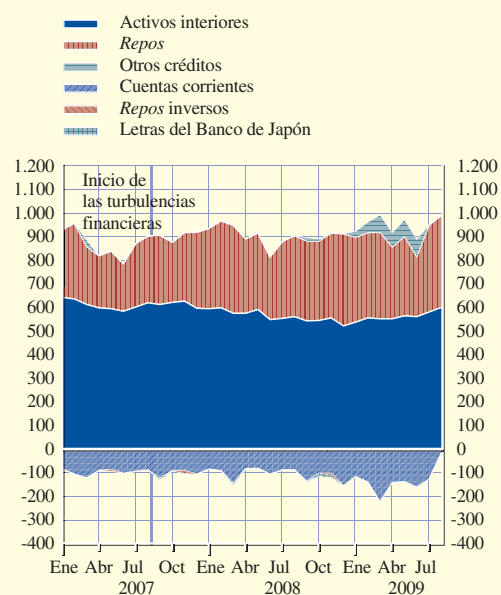
Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal (datos semanales) y Banco de Japón (datos mensuales).

ventanilla de descuento, que es una facilidad permanente de crédito a la que tienen acceso las entidades de depósito. Después de que la Reserva Federal redujera el diferencial entre el tipo de la ventanilla de descuento y el tipo de interés de referencia de los fondos federales, de 100 a 50 puntos básicos en agosto del 2007, y a 25 puntos básicos en marzo del 2008, y de que ampliara el plazo de la ventanilla de descuento, de un día a 30 días y 90 días, respectivamente, la utilización de esta facilidad creció, en promedio, de 200 millones de dólares en junio del 2007 a casi 100 mm de dólares en octubre del 2008. Por otro lado, en marzo del 2008, a los creadores de mercado (un grupo reducido de intermediarios financieros no bancarios que constituyen las entidades de contrapartida de la Reserva Federal en las operaciones de mercado abierto habituales) se les concedió el acceso a una especie de facilidad permanente de crédito a un día, denominada *Primary Dealer Credit Facility*.

La partida de «otros créditos» del balance de la Reserva Federal incluye también varios instrumentos para aumentar el crédito, creados después de septiembre del 2008. Primero, la Reserva Federal constituyó una facilidad para financiar a las entidades de crédito sus adquisiciones de bonos de titulización a corto plazo a los fondos de inversión del mercado monetario (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*). En octubre del 2008 se establecieron una facilidad para incrementar la liquidez en el mercado de pagarés de empresa (*Commercial Paper Funding Facility*) y una facilidad para proporcionar liquidez a los inversores en los mercados monetarios (*Money Market Investor Funding Facility*). En marzo del 2009 se instauró una facilidad para apoyar la emisión de bonos de titulización garantizados por préstamos a consumidores y a pequeñas empresas (*Term Asset-backed Securities Loan Facility*). Estos nuevos planes de crédito, la mayor utilización de la ventanilla de descuento, la financiación concedida en el marco de la fusión entre Bear Stearns y JPMorgan Chase y la reestructuración de AIG elevaron la partida de «otros créditos», de 190 millones de dólares al final de junio del 2007 a un máximo de 600 mm de dólares a finales del 2008. Tal y como ocurrió con las OFPML del Eurosistema, al mejorar la si-

Gráfico 2 Instrumentos de política monetaria

(c) Banco de Japón (100 mm de yenes)



Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal (datos semanales) y Banco de Japón (datos mensuales).

tuación en los mercados financieros, la demanda de nuevas facilidades de crédito disminuyó, hasta situarse en 220 mm de dólares a finales de agosto del 2009.

BANCO DE JAPÓN

Al igual que el Eurosistema y la Reserva Federal, el Banco de Japón también ha aumentado el tamaño y cambiado la composición de su balance, aunque a una escala más reducida. En primer lugar, desde junio del 2007 el banco central japonés ha elevado el nivel de sus *repos* en unos 19 billones de yenes [véase gráfico 2(c)]. En segundo lugar, sus tenencias de deuda pública japonesa disminuyeron en el 2007 y en el 2008, debido principalmente a que las compras de estos valores fueron inferiores a las amortizaciones. Para reforzar los mercados de crédito durante las turbulencias financieras, el Banco de Japón empezó a comprar pagarés de empresa en febrero del 2009 y valores de renta fija privada en marzo del 2009. En agosto del 2009, el importe total de estas adquisiciones se situó en 100 mm de yenes y en 250 mm

de yenes, respectivamente. Por último, para facilitar la financiación empresarial, en enero del 2009 el Banco de Japón comenzó a realizar operaciones especiales de provisión de fondos a tipo fijo, de importe ilimitado y con la garantía de renta fija privada. Con estas operaciones, la partida de «otros créditos» alcanzó los 7,5 billones de yenes en marzo del 2009.

COLABORACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES

En diciembre del 2007 se produjo una importante innovación, que supuso un gran avance en la colaboración entre bancos centrales durante las turbulencias financieras mundiales. El BCE y otros bancos centrales decidieron adoptar, conjuntamente con la Reserva Federal, medidas destinadas a proporcionar liquidez en dólares a sus entidades de contrapartida nacionales, con el respaldo de activos de garantía nacionales, mediante acuerdos de *swaps*. Aunque, tradicionalmente, los bancos centrales sólo han recurrido a líneas de *swaps* para realizar intervenciones en moneda extranjera, durante las turbulencias financieras se utilizaron para hacer frente a las fricciones en los mercados monetarios y tuvieron como consecuencia un cambio cualitativo en la composición de los balances simplificados de los bancos centrales. A mediados de diciembre del 2008, el saldo vivo total de los *swaps* de dólares contabilizado en el balance simplificado de la Reserva Federal casi alcanzó los 600 mm de dólares, una cuarta parte de su activo total. En ese mismo mes, casi la mitad de estos 600 mm de dólares en *swaps* de liquidez entre bancos centrales (equivalente a 200 mm de euros) estaba en el pasivo del balance simplificado del Eurosistema, mientras que la cifra correspondiente al Banco de Japón fue de una quinta parte (equivalente a 11 billones de yenes). En el 2009, la demanda internacional de financiación en dólares disminuyó gradualmente, hasta situarse en agosto en 60 mm de dólares en el balance simplificado de la Reserva Federal, de los cuales el equivalente a 31 mm de euros se proporcionó en la zona del euro y el equivalente a unos 770 mm de yenes se facilitó en Japón.

Además de las operaciones en dólares, desde octubre del 2008 el Eurosistema, en colaboración con el Banco Nacional Suizo, ha realizado operaciones de

swaps franco suizo/euro, mediante las cuales se proporcionó, en promedio, un importe equivalente a 33 mm de euros. Desde noviembre del 2008, el Eurosistema ha proporcionado también un promedio de 3 mm de euros a las entidades de crédito danesas mediante un acuerdo de *swaps* euro/corona danesa con el Danmarks Nationalbank. De forma similar, desde junio del 2009 el Eurosistema ha suministrado 3 mm de euros a las entidades de contrapartida del Sveriges Riksbank mediante una línea de *swaps* euro/corona sueca. Estas operaciones de inyección de liquidez en moneda extranjera fueron el quinto componente básico del plan de apoyo al crédito del Eurosistema.

3.2 IMPACTO DE LOS INSTRUMENTOS DE ABSORCIÓN DE LIQUIDEZ

Los tres bancos centrales han absorbido los excesos de liquidez por medio de distintos instrumentos. Para el Eurosistema, la partida del pasivo que ha registrado el mayor aumento es la facilidad de depósito, que se elevó, inicialmente, desde cerca de 1 mm de euros al final de junio del 2007 hasta más de 300 mm de euros al final del 2008. Posteriormente, el importe medio mantenido en la facilidad de depósito disminuyó gradualmente, hasta situarse en menos de 20 mm de euros en junio del 2009, antes de volver a elevarse, en promedio, hasta 190 mm de euros en el verano. El Eurosistema también absorbió liquidez mediante varias operaciones de ajuste realizadas en el transcurso del período de mantenimiento en diciembre del 2007, enero del 2008 y octubre del 2008, y también al final de la mayor parte de los períodos de mantenimiento.

Tal y como se indicaba anteriormente, el tamaño del balance de la Reserva Federal no aumentó de forma significativa entre junio del 2007 y septiembre del 2008, debido a que el exceso de liquidez proporcionada mediante las nuevas facilidades de crédito se retiró mediante la venta y amortización de títulos del Tesoro por valor de unos 300 mm de dólares, lo que elevó el importe de una categoría de activos y redujo el de otra. Sin embargo, esta compensación ya no fue posible tras las masivas inyecciones de liquidez realizadas

como resultado de las medidas adoptadas en octubre del 2008. En ese momento, la Reserva Federal acordó con el Tesoro que éste emitiría valores y depositaría los correspondientes ingresos en una cuenta complementaria con la Reserva Federal. Esta medida absorbió 500 mm de dólares en octubre y noviembre del 2008, registrándose todavía un saldo vivo de 200 mm de dólares en agosto del 2009.

Por su parte, antes de noviembre del 2008, el Banco de Japón realizó ocasionalmente operaciones de absorción de liquidez mediante la venta de letras del Banco de Japón y de *repos* inversos de deuda pública japonesa, cuyo saldo vivo se situó, como mucho, en torno a 1 billón de yenes.

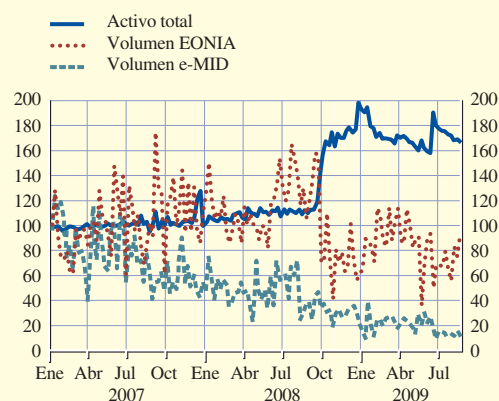
Los saldos de las cuentas corrientes mantenidas por las entidades de crédito estadounidenses y japonesas en sus respectivos bancos centrales, que cubren las reservas mínimas obligatorias y el exceso de reservas, han aumentado también desde octubre del 2008, al aplicarse al exceso de reservas una remuneración que ha permitido a estas entidades mantener excesos de reservas sin coste. La Reserva Federal comenzó a remunerar las reservas mínimas obligatorias y los excesos de reservas en octubre del 2008 y, el mes siguiente, el Banco de Japón estableció temporalmente una facilidad complementaria, que figura conjuntamente con las cuentas corrientes en el balance y que sirve para que se paguen intereses sobre los excesos de reservas. Estas medidas fueron importantes para absorber el exceso de liquidez y originaron una notable ampliación de las cuentas corrientes, que aumentaron desde menos de 20 mm de dólares en junio del 2007 a 860 mm de dólares en agosto del 2009, en el caso de la Reserva Federal, y desde menos de 10 billones de yenes a 12 billones de yenes, en el caso del Banco de Japón.

La masiva expansión de las operaciones de provisión de liquidez registradas en el activo del balance y de las operaciones de absorción de liquidez contabilizadas en el pasivo evidencia la relevante función de intermediación que desempeñaron los bancos centrales cuando los mercados monetarios no funcionaban de forma adecuada, especialmente en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Al intervenir para aliviar la escasez de

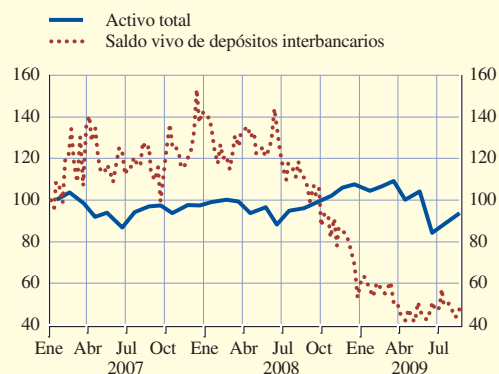
Gráfico 3 Activo total de los bancos centrales y negociación en el mercado monetario

(enero 2007 = 100)

(a) Zona del euro (EONIA a un día y e-MID de un día a seis meses)



(b) Japón (plazos de un día a un año)



Fuentes: Eurosistema, e-MID, Banco de Japón, Japanese Brokers Association y cálculos del BCE.

liquidez en octubre del 2008, los bancos centrales sustituyeron, en gran parte, al mercado monetario como fuente de financiación para las entidades de crédito. Por ejemplo, el volumen de negociación en el mercado interbancario del euro a un día y en el mercado e-MID² disminuyó cuando el Eurosistema introdujo la financiación ilimitada a tipo fijo y redujo la banda de las facilidades permanentes a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las OPF [véase gráfico 3(a)]. A fin de reactivar el mercado monetario de la zona del euro, la banda de las facilidades per-

2 e-MID es el mayor mercado electrónico europeo de depósitos interbancarios sin garantías.

manentes se volvió a ampliar a 200 puntos básicos al final de enero del 2009. Posteriormente, se redujo a 150 puntos básicos en mayo. Como puede observarse en el gráfico 3(a), el volumen a un día se incrementó y el activo total del Eurosistema descendió entre enero y junio del 2009³. El incremento de los *repos* y del exceso de reservas en el Banco de Japón entre octubre del 2008 y julio del 2009 se asoció también a un descenso de la actividad en los mercados monetarios [véase gráfico 3(b)]⁴.

La función de intermediación de los bancos centrales, particularmente importante en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, está en línea con el plan de apoyo al crédito del Eurosistema, con la política de aumento del crédito de la Reserva Federal y con las medidas de ayuda al mercado de renta fija privada adoptadas por el Banco de Japón.

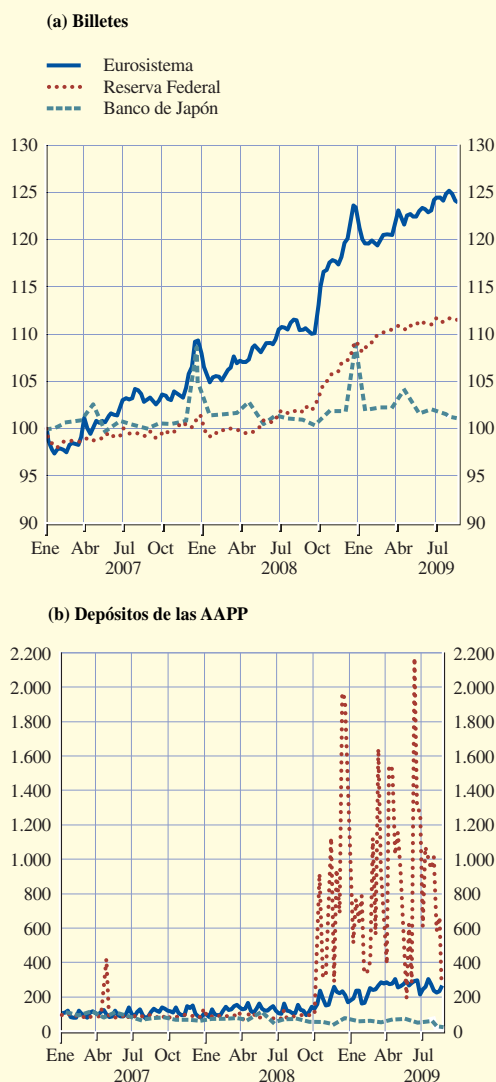
3.3 TENDENCIAS DE LOS FACTORES AUTÓNOMOS

Durante las turbulencias financieras, el pasivo de los balances simplificados de los tres bancos centrales se amplió también, como consecuencia del aumento de los factores autónomos de liquidez, en particular de los billetes en euros, los depósitos de las AAPP de la zona del euro y los depósitos del Tesoro estadounidense. El mayor tamaño de estos factores autónomos, que presentaron también una mayor volatilidad, explica por qué la provisión de liquidez mediante los instrumentos de política monetaria analizada en la sección 3.1 creció más que la absorción de liquidez examinada en la sección 3.2.

Las turbulencias financieras afectaron a la demanda de billetes, especialmente en el otoño del 2008. El gráfico 4(a) muestra que, además de la tendencia al alza a largo plazo y de los incrementos estacionales de la cantidad de billetes en circulación en los períodos de vacaciones, se produjo un acusado aumento de la demanda de billetes en euros y, en menor medida, de billetes en dólares al final de septiembre del 2008. En la primera quincena de octubre, la demanda de billetes en euros, por encima de la tendencia, se cifró aproximadamente en 35 mm de euros, de los que cerca de dos tercios eran bille-

Gráfico 4 Factores autónomos de liquidez

(enero 2007 = 100)



Fuentes: Eurosistema, Reserva Federal, Banco de Japón y cálculos del BCE.

tes de 500 euros. Dado que los billetes de alta denominación se utilizan habitualmente como depósito de valor (en sustitución de los depósitos bancarios) y

3 Para un análisis más detallado del impacto de la banda estrecha de las facilidades permanentes sobre los mercados en euros a un día, véase el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», en el Boletín Mensual de julio del 2009.

4 No se publican los datos sobre el volumen de operaciones a un día en dólares.

no para realizar operaciones, su elevada demanda podría estar relacionada con una falta de confianza en el sistema bancario en aquel momento. Por otro lado, una considerable proporción de la demanda de billetes de 500 euros procedió de entidades de crédito ubicadas en localidades cercanas a las fronteras de la zona del euro o de entidades que se encargan de la distribución de billetes en países no pertenecientes a la zona, especialmente en Europa del Este. Esta excepcional demanda de billetes en euros decreció al final de octubre del 2008, después de que los Gobiernos anunciaran la adopción de medidas extraordinarias de apoyo al sector bancario. Sin embargo, el nivel del efectivo en circulación se ha mantenido por encima de su tendencia a largo plazo. Asimismo, el crecimiento del saldo vivo de billetes de la Reserva Federal, que había venido experimentando una desaceleración desde el 2003, se elevó en mayo del 2008, impulsado, principalmente, por la mayor demanda procedente de América Latina y, más adelante en el año, por la demanda de Europa del Este y de Estados Unidos.

El tamaño y la volatilidad de los depósitos mantenidos por las AAPP de la zona del euro y por el Tesoro estadounidense en el Eurosistema y en la Reserva Federal, respectivamente, crecieron de forma significativa en el último trimestre del 2008 [véase gráfico 4(b)]. Una de las razones por las que se produjo este incremento fue la amplia y variada gama de pagos relacionados con distintos planes gubernamentales puestos en práctica en respuesta a las turbulencias financieras. El Gobierno de Estados Unidos, por ejemplo, mantenía un saldo importante en la Cuenta General del Tesoro que tiene abierta en la Reserva Federal, para hacer frente a las salidas relacionadas con el plan de adquisición de activos problemáticos (*Troubled Asset Relief Program*). Además, los departamentos del Tesoro experimentaron crecientes dificultades para colocar fondos en el mercado.

Por último, las carteras de inversión de los bancos centrales de la zona del euro, incluidas en la partida de «activos interiores» del balance simplificado del Eurosistema [véase cuadro 1(a)], han

crecido desde junio del 2007. La mayor parte del aumento de los «activos interiores» no figuraba en el balance simplificado hasta que se llevó a cabo una reclasificación contable al final de diciembre del 2008 (véase recuadro). La expansión de las carteras de inversión de los bancos centrales de la zona del euro se halla dentro de los límites establecidos en un acuerdo del Eurosistema que garantiza que las carteras de inversión mantenidas por bancos centrales de la zona no interfieran con la política monetaria única. Por ejemplo, los bancos centrales de la zona del euro adquieren activos en euros para incrementar sus ingresos monetarios, para invertir sus propios fondos y para proporcionar servicios de agencia a las AAPP (por ejemplo, ligados a los sistemas públicos de pensiones) y a bancos centrales y Gobiernos extranjeros (por ejemplo, servicios de gestión de reservas).

4 CONCLUSIONES

En respuesta a las turbulencias financieras, el Eurosistema, la Reserva Federal y el Banco de Japón adoptaron importantes medidas destinadas a permitir el acceso permanente de las instituciones financieras a la liquidez, pese a las disfunciones observadas en los mercados monetarios, y a reducir las tensiones en los mercados de crédito, con el fin de garantizar la adecuada transmisión de la política monetaria al sector real de la economía. Estas medidas convirtieron a los bancos centrales en importantes intermediarios en los mercados monetarios y dieron lugar a un considerable aumento del tamaño y de la complejidad de sus balances.

Antes de octubre del 2008, los tres bancos centrales centraron su actuación en hacer frente a las disfunciones de los mercados monetarios, incrementando los saldos vivos y/o ampliando el plazo medio de sus operaciones de financiación. Desde octubre del 2008, se han esforzado cada vez más en potenciar el flujo de crédito al sector privado y, de una forma más general, en corregir el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Dado que la economía de la zona del euro depende mu-

cho más del sector bancario que la economía estadounidense⁵, el Eurosistema puso en marcha un plan de apoyo al crédito, aumentando la provisión de liquidez a las entidades de crédito, incluso mediante adquisiciones de bonos garantizados. Debido a la importancia económica de los mercados de capitales de Estados Unidos, la Reserva Federal ha llevado a cabo una política de aumento del crédito, dirigida a distintos segmentos del mercado de crédito. El Banco de Japón ha adoptado medidas especiales de apoyo al mercado de financiación empresarial, que se ha visto particularmente afectado por la crisis. Además de las medidas internas de política

monetaria, los tres bancos centrales (y otros más) han aunado sus fuerzas en una actuación global sin precedentes para mitigar el impacto de la peor crisis financiera registrada en décadas, proporcionando divisas a los sistemas bancarios nacionales mediante líneas de *swaps* de bancos centrales.

5 Entre el 2004 y el 2008, las sociedades no financieras de la zona del euro obtuvieron, en promedio, un 70% de su financiación externa de las entidades de crédito, mientras que las de Estados Unidos consiguieron de los bancos algo más de un 20%. Para más detalles, véase el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: Comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», en el Boletín Mensual de abril del 2009.

DESARROLLO FINANCIERO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES: VALORACIÓN E IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

ARTÍCULOS

Desarrollo financiero en las economías emergentes: Valoración e implicaciones de política económica

El desarrollo financiero interno es un tema con amplias implicaciones económicas y de política económica, que este artículo aborda centrándose en las economías emergentes y teniendo en cuenta, también, sus vínculos financieros y económicos con las economías desarrolladas. Desde la perspectiva de las economías emergentes, cabe destacar cuatro implicaciones que se derivan de su desarrollo financiero. En primer lugar, es probable que el avance del desarrollo financiero esté asociado con un mayor crecimiento potencial a través, por ejemplo, de un aumento de los niveles de inversión, como se ha investigado extensamente en la literatura. En segundo lugar, unos mercados financieros internos más desarrollados tienden, en general, a acrecentar la resistencia de las economías emergentes, siempre que también actúe una supervisión prudencial firme y rigurosa. En tercer lugar, unos mercados más profundos y líquidos suelen atraer a inversores extranjeros, como confirma la evolución de los flujos brutos de entrada de capital privado hacia las economías emergentes. Unas mayores exposiciones financieras transfronterizas podrían provocar, en determinadas circunstancias, una repentina reducción de los flujos de capital, como se ha observado en la crisis financiera actual. En cuarto lugar, la existencia de grandes diferencias en el nivel de desarrollo financiero entre las economías desarrolladas y la mayoría de las emergentes es uno de los factores que ha posibilitado la acumulación de desequilibrios globales en los años previos a la crisis financiera. Así pues, podría inferirse que un mayor grado de simetría en la globalización financiera —es decir, un proceso de convergencia financiera de las economías emergentes— podría contribuir, en el largo plazo, a unas configuraciones de la balanza por cuenta corriente y de los patrones de ahorro e inversión más sostenibles a través de un aumento de la demanda interna y de una disminución de los flujos de salida de capital oficial de las economías emergentes. Ello exige, además, efectuar mejoras para reforzar la estabilidad del sistema financiero internacional.

En vista de lo anterior, este artículo presenta y examina las medidas adoptadas en relación con el desarrollo financiero interno de las economías emergentes en relación con las economías desarrolladas. En el artículo se tratan dos de las facetas del desarrollo financiero que se acaban de mencionar: (i) su relación con los desequilibrios globales y las implicaciones resultantes tanto desde la perspectiva de un mercado emergente como desde una perspectiva global; y (ii) la relación entre el desarrollo financiero interno y la estabilidad financiera, centrándose, como un caso de estudio, en el rápido desarrollo financiero basado en el sistema bancario registrado en Europa Oriental y Sudoriental.

I INTRODUCCIÓN

El desarrollo financiero interno puede definirse como la capacidad de un país para canalizar el ahorro hacia la inversión dentro de su territorio. Esta capacidad depende del avance institucional y organizativo registrado en el sistema financiero local, que reduce la información asimétrica, introduce nuevos e importantes segmentos de mercado, fomenta la innovación financiera, aumenta las posibilidades de que los agentes realicen operaciones financieras, disminuye los costes de transacción e incrementa la competencia¹. Habida cuenta de esta definición, el concepto «desarrollo financiero interno» debería mantenerse bien diferenciado de otros conceptos tales como «sistema financiero», «integración financiera» y «apertura financiera»². En con-

creto, para los fines de este artículo, es esencial la distinción entre estabilidad financiera y desarrollo financiero interno: un país puede estar muy desarrollado en términos financieros y, sin embargo, sufrir crisis financieras si su comportamiento, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, es inadecuado, como ilustra la crisis actual.

En vista de las amplias implicaciones económicas y de política económica que se derivan del desarrollo financiero interno, la comunidad internacional presta

1 Véase P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou y M. Lo Duca (2007), «The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe», Documento Ocasional n.º 72, BCE.

2 En relación con el marco conceptual al que se refiere este artículo, véase el artículo titulado «Evaluación del funcionamiento de los sistemas financieros», en el Boletín Mensual del BCE de octubre del 2005; y BCE (2008), «Financial integration in Europe».

cada vez más atención a este asunto, a sus repercusiones y a las medidas de política económica que es necesario adoptar (por ejemplo, en las áreas de regulación y reformas microeconómicas, de gestión macroeconómica y de cooperación entre bancos centrales). Los foros y organizaciones internacionales tales como el G 7/G 8, el G 20, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) han propugnado el avance del desarrollo financiero interno en las economías emergentes, con el fin de incrementar su capacidad de resistencia y de contribuir a una corrección ordenada de los desequilibrios globales mediante una reducción de los flujos netos de capital de los países con superávits a los países con déficits³. En cuanto a la compleja relación entre el desarrollo financiero interno, los flujos de capital y la estabilidad financiera, el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG, en sus siglas en inglés), del BPI, y el G 20 han publicado recientemente sendos informes en los que se aborda este tema, entre otros.

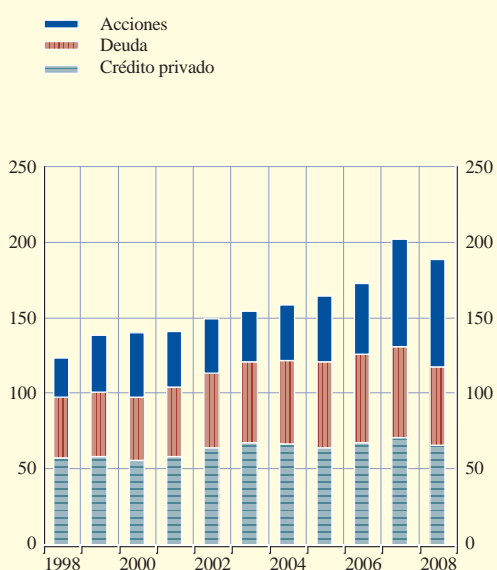
Algunas regularidades empíricas sugieren que el ritmo del desarrollo financiero interno se ha acelerado ligeramente desde finales de los años noventa en la mayoría de las economías emergentes:

- Si se considera la financiación total de estas economías, es decir, la financiación tanto interna como externa, el crédito bancario privado y los pasivos en forma de deuda y de acciones (en este caso, excluida la financiación externa) en relación con el PIB se incrementaron significativamente en el período 1998-2007, hasta superar el 200% del PIB (véase gráfico 1). Posteriormente, la crisis financiera provocó un descenso de esta medida en el 2008. Sin embargo, en términos anuales, este descenso fue relativamente contenido, si se compara con la importante disminución de los flu-

3 Por ejemplo, en octubre del 2007 los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G 7 acogieron con satisfacción el plan de acción del G 8 para desarrollar mercados de renta fija locales en las economías emergentes.

Gráfico 1 Fuentes totales de financiación de las economías emergentes

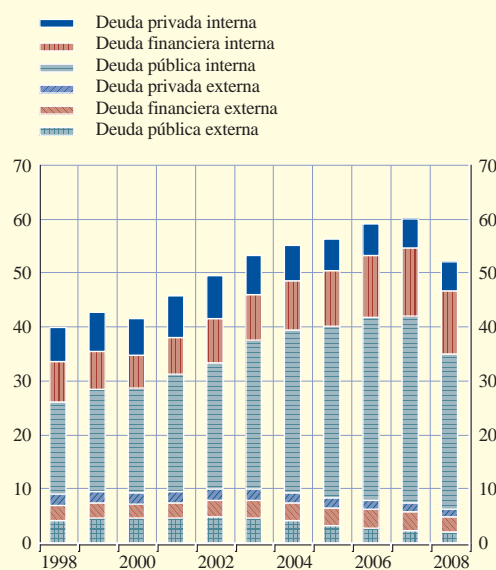
(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y Datastream.
 Nota: Las 17 economías emergentes que se presentan en los gráficos 1, 2 y 3 son: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela.

Gráfico 2 Deuda externa frente a deuda interna de las economías emergentes

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y Datastream.

Nota: Véase la nota del gráfico 1.

jos internacionales de capital privado hacia las economías emergentes que se registró especialmente en el último trimestre de ese año.

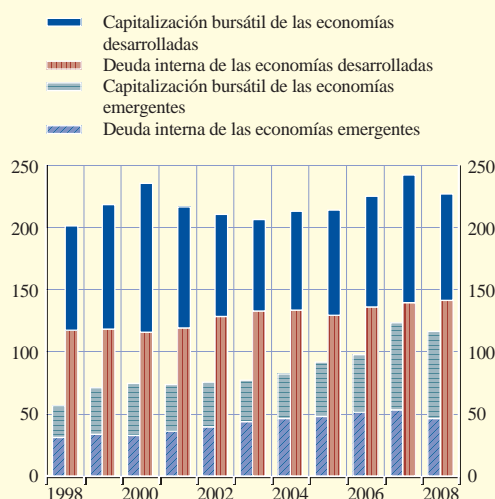
- En cuanto a los pasivos en forma de deuda, las economías emergentes han venido reduciendo su emisión de deuda externa desde el 2003 —de acuerdo con el plan de acción del G 8—, por lo que dependen cada vez más de la deuda interna, un proceso que ha conllevado un descenso de la vulnerabilidad, por ejemplo, a las perturbaciones de tipo de cambio. Este proceso ha sido impulsado por los emisores soberanos (hasta el 2007) y, en menor medida, por las entidades de crédito. Sin embargo, la deuda emitida internamente o en el extranjero por el sector empresas en relación con el PIB no ha registrado ningún cambio significativo en el período 1998-2008 (véase gráfico 2).

- Por último, aunque partía de niveles muy bajos, en el período 1998-2008 la financiación a través del mercado (es decir, excluidos los préstamos bancarios) se incrementó a un ritmo mucho más rápido en las economías emergentes que en las economías desarrolladas (definidas aquí como Estados Unidos, Japón y un subconjunto de 14 países de la UE), es decir, aumentó un 105%, frente al 13%. Como resultado, en el 2008 la financiación de las economías emergentes en los mercados internos supuso el 117% de su PIB (más de la mitad de la ratio de las economías desarrolladas), frente a sólo el 57% en 1998 (lo que representó menos de un tercio de la ratio de las economías desarrolladas) (véase gráfico 3).

Estas regularidades empíricas y las consideraciones anteriores exigen una medición y una evaluación más rigurosas del desarrollo financiero interno de las economías emergentes. Por ello, en la sección 2 se presentan y se analizan las medidas de desarrollo financiero interno en las citadas economías, utilizando las economías desarrolladas como referencia. En la sección 3 se examina la relación entre el desarrollo financiero interno y variables macroeconómicas tales como el ahorro, la inversión y la balanza por cuenta corriente, así como las implicaciones resultantes tanto desde la perspecti-

Gráfico 3 Financiación en el mercado interno de las economías emergentes y avanzadas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BPI, FMI, Perspectivas de la Economía Mundial y Datastream.

Nota: Las 17 economías emergentes que se presentan en los gráficos 1, 2 y 3 son: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Las economías desarrolladas incluyen Estados Unidos, Japón y los siguientes países de la UE: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal, Suecia y Reino Unido.

va de un mercado emergente como desde un punto de vista global. Por último, en la sección 4 se aborda la relación entre el desarrollo financiero interno y la estabilidad financiera, centrándose principalmente la atención en la situación de Europa Oriental y Sudoriental durante la crisis financiera.

2 MEDICIÓN DEL DESARROLLO FINANCIERO INTERNO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En esta sección, se compara el grado de desarrollo financiero interno alcanzado por 26 economías emergentes —los miembros del G 20, los principales países exportadores de materias primas no pertenecientes al G 20 y otras economías emergentes relevantes desde un punto de vista sistémico— con el desarrollo financiero interno de todas las economías del G 7, excepto Canadá (agrupándose los miembros del G 7 pertenecientes a la zona del euro en un agregado ponderado denominado «zona del euro G 3»). El año escogido es el 2006, un período

indicativo del grado de desarrollo financiero interno alcanzado en todo el mundo, anterior al proceso de reequilibrio desencadenado por la crisis financiera que se inició en el verano del 2007⁴.

El desarrollo financiero interno se mide a partir de un índice sintético normalizado⁵, que incluye tres dimensiones (instituciones, etc.), ocho subdimensiones (calidad de las instituciones, etc.) y veintidós variables que se resumen en el cuadro 1. En concreto, las tres dimensiones más amplias están diseñadas

para recoger distintos aspectos relevantes para el desarrollo financiero interno: (i) las instituciones y el

- 4 En el 2006 (el año anterior a la crisis), es probable que el tamaño de los mercados financieros estuviera sobredimensionado debido a factores tales como la búsqueda de la rentabilidad y la infravaloración de los riesgos. Lo anterior plantea la pregunta de si determinados mercados financieros, por ejemplo, en las economías desarrolladas, estaban más sobredimensionados que otros, un aspecto que debería tenerse en cuenta como salvedad.
- 5 El índice sintético que se examina en esta sección se basa en una metodología y una base de datos originales descritas en E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), «Domestic financial developments in emerging economies: evidence and implications», Documento Ocasional n.º 102, BCE.

Cuadro 1 Índice de desarrollo financiero interno: Dimensiones y variables utilizadas

1. Instituciones		2. Tamaño y acceso a los mercados			3. Desempeño del mercado		
Calidad de las instituciones	Marco regulatorio y judicial	Tamaño de los mercados financieros privados «tradicionales»	Innovación financiera	Posibilidad de los residentes de acceder a la financiación	Eficiencia de las entidades de crédito	Liquidez (volumen de negociación)	Distribución de la base de activos nacionales entre el sector privado y el sector oficial
Nivel de corrupción (-)	Solidez, imparcialidad y observancia del ordenamiento jurídico (+)	Valor bursátil/PIB (+)	Emisión bruta de ABS y de MBS/PIB (+)	Número de sucursales bancarias por 100.000 habitantes (+)	Ratio de eficiencia de los bancos (-)	Valor de las acciones negociadas como ratio de la capitalización bursátil (media móvil de tres años) (+)	Activos del banco central frente al sector privado sobre los activos totales frente a este sector (-)
Calidad burocrática (+)	Protección de los inversores (fuerza de los accionistas minoritarios) (+)	Mercado de renta fija privada/PIB (+)		Número de cajeros automáticos por 100.000 habitantes (+)			Cuantía de la financiación del sector público sobre los activos bancarios totales (-)
	Solidez de la legislación sobre quiebras y activos de garantía en la protección de los derechos de los prestatarios y los prestamistas (+)	Activos bancarios totales/PIB (+)		Penetración de seguros de vida (volumen de primas de seguro de vida/PIB) (+)			Deuda privada interna sobre deuda pública interna (-)
	Grado de información disponible en las operaciones de crédito (+)	Activos de instituciones financieras no bancarias/PIB (+)		Penetración de seguros no vida (volumen de primas de seguro no vida/PIB) (+)			
	Eficiencia en la ejecución de contratos y la resolución de conflictos comerciales (+)			Coste de mantener una cuenta de ahorros (comisión anual) (-)			

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit. (véase pp. 52-54 para consultar la fuente concreta de cada variable).
Notas: El efecto esperado sobre el desarrollo financiero interno se presenta entre paréntesis. ABS son las siglas en inglés de bonos de titulación de activos, y MBS son las siglas en inglés de bonos de titulación hipotecaria.

marco normativo que sustentan el desarrollo financiero interno, conforme a las bases de datos «Doing Business» del Banco Mundial e International Country Risk Guide (ICRG, en sus siglas en inglés); (ii) el tamaño de los mercados financieros en relación con cada economía y la posibilidad de que los agentes económicos accedan a dichos mercados de manera eficiente; y (iii) un número de variables que tratan de capturar el «desempeño» de cada mercado en términos de su liquidez, la eficiencia bancaria y la importancia relativa del sector privado en comparación con el Gobierno y el banco central.

Las principales clasificaciones y puntuaciones obtenidas con el índice DFI (desarrollo financiero interno) se resumen en el cuadro 2, que muestra que, en el 2006, la gran mayoría de las economías emergentes aún necesitaban efectuar avances sustanciales para lograr un grado de desarrollo financiero interno próximo al de las economías seleccionadas del G 7. Efectivamente, estas últimas presentaban una puntuación media (sin ponderar) cercana a 68 (frente a una puntuación máxima de 100), mientras que la puntuación media del conjunto de economías emergentes era inferior a 48. Al mismo tiempo, el margen

Cuadro 2 Índice de desarrollo financiero interno: Clasificaciones y puntuaciones

(2006)

País/economía	Índice sintético de desarrollo financiero interno (DFI)		1.ª dimensión: Instituciones y marco normativo	2.ª dimensión: Tamaño del mercado financiero y acceso a la financiación	3.ª dimensión: Algunas variables proxy del desempeño del mercado financiero
	Clasificación	Puntuación (escala 1-100)	Clasificación	Clasificación	Clasificación
Estados Unidos	1	77,3	1	1	1
RAE de Hong Kong	2	69,8	3	7	4
Reino Unido	2	69,8	4	3	11
Japón	4	66,2	5	2	22
Singapur	4	66,2	2	9	16
Corea del Sur	6	64,6	8	5	2
Provincia china de Taiwán	7	61,7	12	4	6
Zona del euro G 3	8	58,6	10	6	5
Malasia	9	57,9	7	11	8
Bahréin	10	55,4	13	12	7
Israel	11	54,4	6	10	18
Qatar	12	51,8	9	20	17
Sudáfrica	13	49,8	18	8	13
China	14	49,5	21	16	3
Chile	15	48,4	11	13	25
Kuwait	16	48,1	15	17	15
Arabia Saudí	17	45,9	19	26	20
Turquía	18	45,5	16	21	12
Tailandia	19	45,0	20	18	9
EAU	20	44,0	26	15	14
México	21	43,2	14	23	21
India	22	42,4	22	19	24
Egipto	23	42,2	29	22	23
Omán	24	41,1	23	28	10
Brasil	25	40,8	24	14	26
Argentina	26	39,6	17	29	29
Filipinas	27	36,9	27	24	28
Rusia	27	36,9	28	27	19
Indonesia	29	34,1	25	30	30
Venezuela	30	29,4	30	25	27

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

para alcanzar la convergencia varía considerablemente de un país a otro. Tres centros financieros asiáticos (RAE de Hong Kong, Singapur y provincia china de Taiwán) y Corea del Sur presentan puntuaciones comparables con las de las economías del G 7. Un grupo intermedio de países, desde Malasia a Kuwait, muestra puntuaciones intermedias situadas entre 58 y 48. Por último, un grupo de 14 países (el 54% de la muestra) incluye puntuaciones ligeramente más bajas o mucho más bajas, que abarcan desde Arabia Saudí (46) hasta Venezuela (29). En cuanto a los miembros del G 7, en el 2006 Estados Unidos se situaba en primera posición en todas las dimensiones de desarrollo financiero. De otras contribuciones efectuadas en la literatura se han extraído conclusiones similares⁶.

En el cuadro 2 también se observa que puede existir alguna discrepancia entre las tres dimensiones más amplias de desarrollo financiero interno mencionadas (es decir, instituciones, tamaño y desempeño). Un análisis más exhaustivo de algunas de las ocho subdimensiones que se recogen en el cuadro 1 contribuye a explicar esta discrepancia. En lo que se refiere a la calidad de las instituciones en la que se funda-

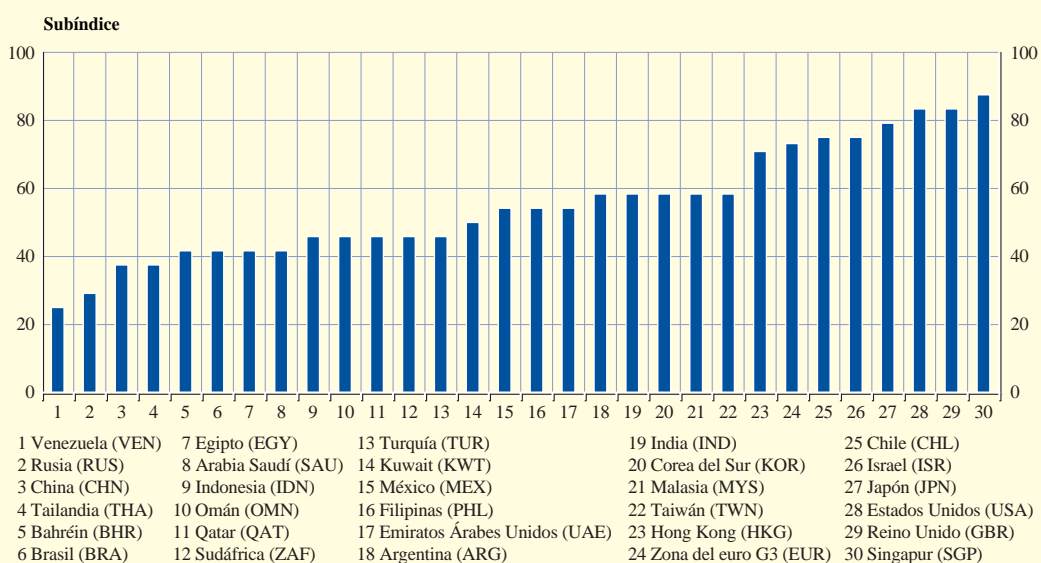
menta el desarrollo financiero interno, Singapur, Israel y Chile son las economías emergentes que se clasifican en los primeros puestos, mientras que Venezuela, Rusia, China y Tailandia presentan las puntuaciones más bajas. En la muestra, el 27% de las economías consideradas obtiene puntuaciones superiores a 60, la gran mayoría (el 60%), entre 40 y 60, y el 13%, por debajo de 40 (véase gráfico 4). Si se considera la subdimensión del marco regulatorio, la mayoría de la muestra oscila entre 50 y 70. La RAE de Hong Kong, Singapur, Qatar, Malasia y Corea del Sur cuentan con los mejores entornos regulatorios, mientras que Venezuela, Egipto y Filipinas son los países peor situados (véase gráfico 5).

La subdimensión «medidas de tamaño tradicionales» incluye el tamaño del mercado bursátil y del mercado de renta fija privada⁷, así como los activos

6 Véase, en particular, World Economic Forum (2008), «The Financial Development Report». Para una contribución seminal, véase T. Beck, A. Demirgüç-Kunt y R. Levine (2000), «A New Database on Financial Development and Structure», World Bank Economic Review, n.º 14.
7 Aunque no se niega la importancia de la deuda pública en las primeras etapas del desarrollo financiero interno, en este caso esta variable no se incluye, ya que su crecimiento excesivo no sería contraproducente para una economía.

Gráfico 4 Calidad de las instituciones

(2006)

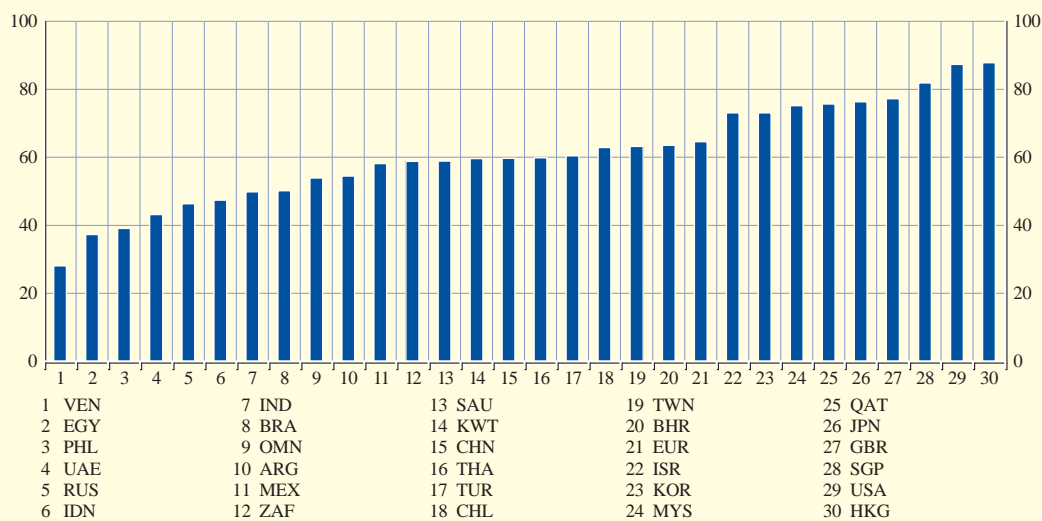


Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

Gráfico 5 Marco regulatorio

(2006)

Subíndice



Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit.

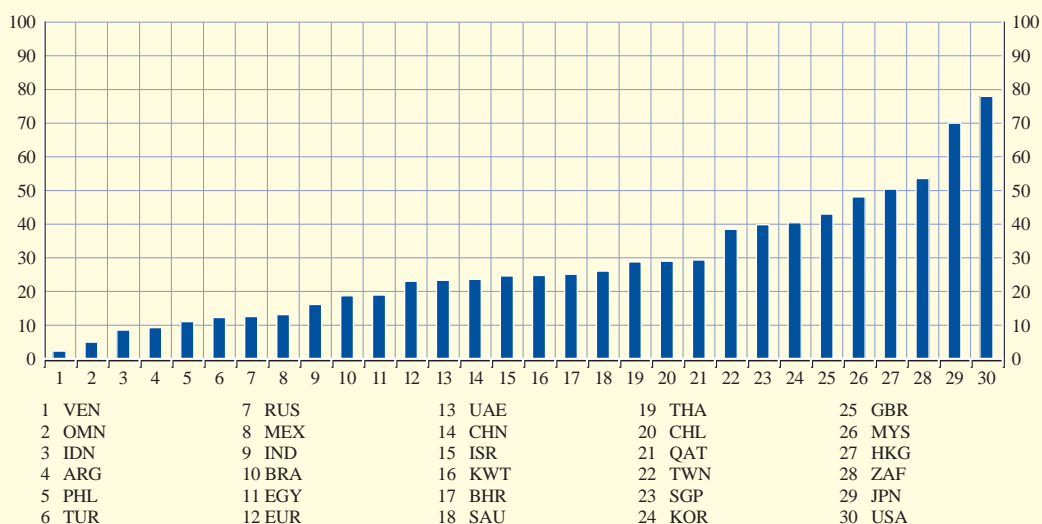
de las entidades de crédito y de las instituciones financieras no bancarias, en porcentaje del PIB. Estas medidas son «tradicionales» en el sentido de que son

las que más se citan en la literatura sobre el desarrollo financiero interno. Los valores más elevados los alcanzan Sudáfrica, la RAE de Hong Kong, Singapur,

Gráfico 6 Tamaño del mercado financiero

(2006)

Subíndice



Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabábara (2009), op. cit.



la provincia china de Taiwán, Malasia y Corea del Sur. Después de Qatar, Chile y Tailandia —que presentan puntuaciones intermedias—, las demás economías se caracterizan por una disminución gradual de los valores, hasta llegar a Venezuela, con una puntuación de 2 (véase gráfico 6).

Por último, tres variables muestran la concentración de los activos financieros en el sector público (o distribución de la base de activos nacionales entre el sector privado y el sector oficial): (i) los activos del banco central frente al sector privado sobre los activos totales del sector privado; (ii) la cuantía de la financiación bancaria del sector público sobre los activos bancarios totales; y (iii) la deuda privada interna sobre la deuda pública interna. Esta es una subdimensión especialmente importante, ya que recoge los posibles efectos de expulsión del sector público sobre el privado. En el gráfico 7 se muestra que la RAE de Hong Kong encabeza esta puntuación (86), seguida de Corea del Sur (79). Indonesia (28) y Turquía (55) se sitúan en las últimas posiciones.

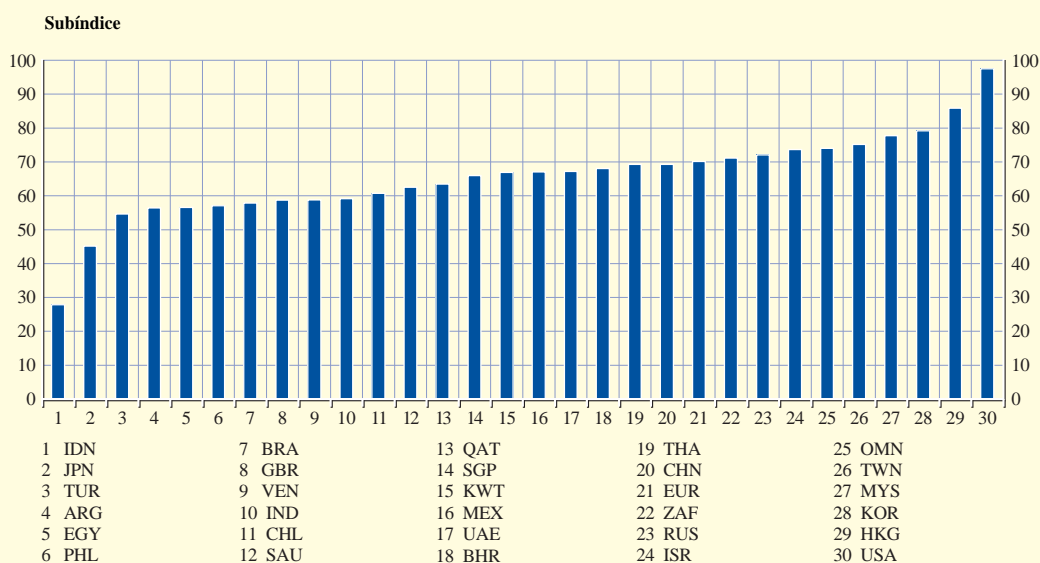
En los gráficos 8 y 9 se ofrece una imagen complementaria, según la cual la atención se centra en la

distribución de las puntuaciones del índice sintético DFI entre las distintas regiones y grupos de economías emergentes. Si se consideran, por ejemplo, los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China) en su conjunto, su predominio en la economía mundial en términos de su contribución al crecimiento del comercio internacional y del PIB aún no se ha visto reflejado en un nivel adecuado de desarrollo financiero⁸ (véase gráfico 8). Del mismo modo, la profundización del desarrollo financiero interno en los países participantes en el Consejo de Coopera-

8 Un resultado inesperado que exige un nuevo análisis está relacionado con China, que se sitúa en el puesto 21 de la lista en cuanto a la dimensión institucional, en el 16 en lo que se refiere a las medidas de tamaño y acceso, pero en el tercero del subíndice de «desempeño», que se reconoce como el componente más controvertido del índice que se presenta aquí. Estos resultados reflejan una ratio de eficiencia del sistema bancario muy reducida, que no se debe solamente a los bajos costes laborales, sino también —y más importante— a la fijación, por parte del banco central, de tipos de interés de referencia para los préstamos y los depósitos, que aseguran artificialmente un amplio margen de intermediación para el sistema bancario. Además, las estadísticas sobre la distribución de los activos entre el sector privado y el sector público tienden a infravalorar la proporción de bancos públicos en el país. Como consecuencia, las puntuaciones en el componente de desempeño deben interpretarse con cautela, y, efectivamente, éstas disminuyen una vez que la definición de «desempeño» se ajusta por los factores mencionados anteriormente.

Gráfico 7 Distribución de la base de activos internos

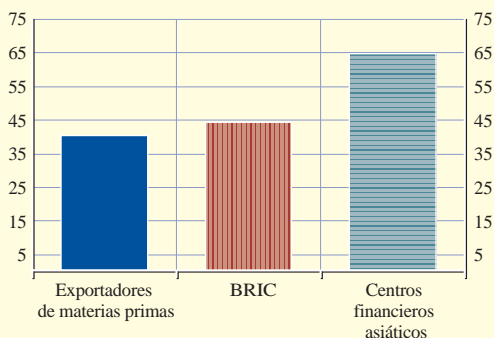
(2006)



Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

Gráfico 8 Índice sintético de desarrollo financiero interno: Desagregación por grupos de países

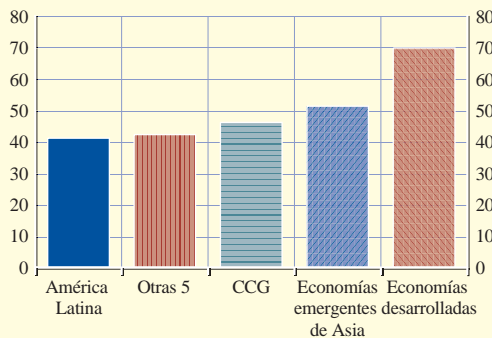
(datos ponderados por el PIB)



Fuentes: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.
Notas: Los principales países exportadores de materias primas son Chile, Venezuela, Arabia Saudí, Bahréin, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán, Qatar y Rusia. Los BRIC son Brasil, Rusia, India y China. Los centros financieros asiáticos son Hong Kong, Singapur y Taiwán.

Gráfico 9 Índice sintético de desarrollo financiero interno: Desagregación geográfica

(datos ponderados por el PIB)



Fuentes: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.
Notas: Las economías latinoamericanas son Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela. Las economías del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) son Arabia Saudí, Bahréin, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar. Las economías emergentes de Asia son China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Hong Kong, Singapur, Tailandia y Taiwán. Las «otras 5» economías son Egipto, Israel, Rusia, Turquía y Sudáfrica. Las economías desarrolladas incluyen todos los países del G 7, excepto Canadá.

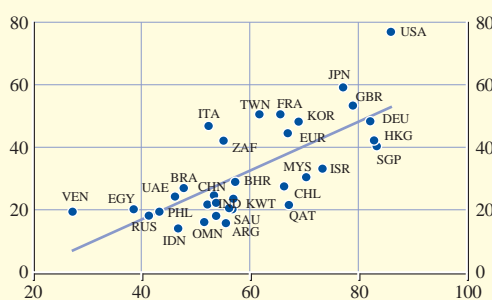
ción del Golfo contribuiría a una mayor absorción interna del ahorro neto de esta región, lo que limitaría la necesidad de reinvertir los beneficios extraordinarios derivados de las exportaciones del petróleo en activos financieros de las economías desarrolladas y ayudaría a corregir los desequilibrios globales (véase gráfico 9). Similar argumento se aplica al grupo más amplio de países exportadores de materias primas (véase gráfico 8).

Por último, el gráfico 10 ilustra la relación positiva entre las dimensiones del índice «instituciones/normas» y «tamaño/acceso». Curiosamente, este gráfico también sugiere que, en el 2006, Estados Unidos tendió a estar sobredimensionado en relación con el índice institucional. Por el contrario, sistemas financieros como los de Chile, Israel y Singapur presentan instituciones relativamente sólidas que no quedan reflejadas plenamente en las puntuaciones relativas al tamaño y al desempeño. Ciertamente, merece una mayor atención la cuestión relativa a por qué determinadas economías emergentes aún no han trasladado plenamente el éxito de sus entornos institucionales y regulatorios a la consecución de unos mercados e intermediarios financieros de tamaño adecuado y que funcionen bien.

Gráfico 10 Relación entre el tamaño del mercado financiero y la calidad institucional

(2006)

Eje de abscisas: Subíndice de instituciones y marco normativo
Eje de ordenadas: Subíndice de tamaño del mercado financiero y de acceso a la financiación



Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit.

3 MENOR DESARROLLO FINANCIERO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y DESEQUILIBRIOS GLOBALES

3.1 REVISIÓN DE LA LITERATURA

En los últimos años, el grupo de países con superávits por cuenta corriente, es decir, que contabilizaron salidas netas totales de capital, ha registra-

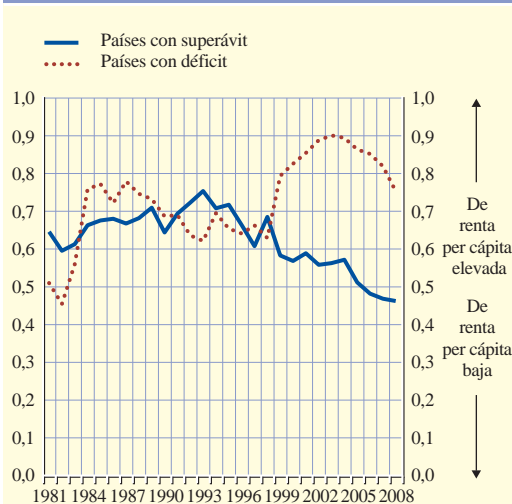
do, cada vez más, menores rentas per cápita, a pesar de la presencia en el grupo de algunos países ricos como Japón o Alemania (véase gráfico 11). En esta sección se aborda la cuestión de si el menor desarrollo financiero podría haber sido uno de los factores explicativos de este fenómeno, que los modelos económicos convencionales consideran un misterio. De hecho, se espera que la integración financiera de dos grupos de economías con distintos niveles de desarrollo económico —que hemos denominado aquí «países de renta per cápita elevada» y «países de renta per cápita baja»— genere flujos netos de capital de los países con renta per cápita elevada a los países con renta per cápita baja, donde la rentabilidad del capital y el crecimiento potencial son más elevados. Este resultado esperado podría denominarse «efecto inmediato». Sin embargo, la experiencia reciente contradice esta tesis, ya que el capital neto total fluye de las economías emergentes (naturalmente, tomadas en su conjunto, puesto que existen algunas excepcio-

nes, como los países de Europa Central y Oriental) a las economías desarrolladas. Con todo, una importante salvedad se refiere a que, en términos netos, el capital privado ha continuado dirigiéndose a los países con renta per cápita baja, como habían previsto los modelos convencionales, aunque esta tendencia se ha visto compensada con creces por el capital oficial que fluye de las economías emergentes a las economías desarrolladas⁹.

Algunas contribuciones recientes de la literatura económica han argumentado¹⁰ que los efectos de segundo orden derivados del menor desarrollo financiero en los países de renta per cápita baja podrían haber desempeñado un papel más importante que el mencionado efecto inmediato. La existencia de mercados financieros menos desarrollados tiende a aumentar, efectivamente, el ahorro privado y a contener la demanda interna, dado que los consumidores y las empresas tienen que hacer frente a restricciones de liquidez¹¹, que impiden tanto suavizar la senda del consumo a lo largo del tiempo como financiar las oportunidades de inversión. En consecuencia, en igualdad de condiciones, las economías con mercados financieros menos desarrollados tienen una propensión a canalizar el exceso de ahorro hacia el exterior.

Es bien sabido que, en las economías emergentes, el desarrollo del comercio ha precedido al desarrollo financiero interno. Como el establecimiento de un

Gráfico 11 Media ponderada de la renta de los dos grupos de países con déficits y superávits por cuenta corriente



Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.
 Notas: La muestra incluye 83 países. El eje vertical mide la media ponderada de la renta per cápita de los dos grupos de países que registran, respectivamente, superávits y déficits por cuenta corriente. Para ello, la muestra se ha dividido en estos dos grupos para cada uno de los años del período 1981-2008. En ambos grupos, se ha calculado el porcentaje de cada país en la balanza por cuenta corriente total del grupo y luego se ha multiplicado por la renta per cápita relativa del país en cuestión, medida a su vez en un porcentaje, que oscila entre cero y uno, de la renta per cápita del país más rico de la muestra en cada uno de los años. Los datos se han ajustado por el poder adquisitivo.

- 9 Esta salvedad se analiza más adelante. La expresión «capital privado» se refiere aquí a la cuenta financiera de la balanza de pagos, excluido el «capital oficial», que se define, a su vez, como las variaciones en los activos de reserva más cualesquiera otros flujos de capital originados en el sector público (por ejemplo, fondos de riqueza soberanos).
- 10 Para una visión general de los argumentos, véase L. Bini Smaghi (2007), «Global capital and national monetary policies», discurso pronunciado en el European and Economic Financial Centre, Londres, enero.
- 11 El término «restricciones de liquidez» debe entenderse como una forma de referirse a un conjunto amplio y complejo de características de los mercados financieros que se incluye en el índice DFI que figura en la sección 2 del presente artículo. Por ejemplo, una liquidez escasa en el mercado financiero interno tiende a causar una elevada volatilidad del precio de los activos internos, creando así incentivos para invertir en el exterior más que en el país. Además, las asimetrías de la información (debido, por ejemplo, a un insuficiente conocimiento de los prestatarios por parte de los prestamistas) reducen las oportunidades de inversión que pueden financiarse de forma rentable, forzando, así, a que los ahorros extraordinarios se canalicen hacia el extranjero. Por último, los límites al crédito al consumo contribuyen, asimismo, a contener la demanda interna, al restringir el gasto en consumo.

sistema financiero desarrollado es un proceso prolongado, no es sorprendente que varias economías emergentes hayan aprovechado sus bajos costes laborales y otras ventajas comparativas para integrarse en la economía internacional, mientras que sus recursos y sus ventajas comparativas en la prestación de servicios e instrumentos financieros han seguido siendo relativamente limitados. Además, con la globalización, los prestamistas de los países con renta per cápita baja obtienen un fácil acceso a los activos de los países con renta per cápita elevada, pero sólo los inversores y los prestamistas especializados de los países con renta per cápita elevada tienen un acceso igual a los prestatarios privados de los países con renta per cápita baja, porque los pasivos de estos últimos tienen un carácter más local, lo que genera problemas de información asimétrica. Como resultado, y pese a la crisis financiera actual, es probable que los países con renta per cápita elevada sigan teniendo, durante un tiempo, una ventaja comparativa en la prestación de servicios financieros, lo que ayuda a explicar la distribución de las cuentas corrientes en la que los países con renta per cápita baja tienden a tener superávit y los países con renta per cápita elevada, déficit.

En apoyo de esta interpretación, diversos autores¹² han alegado que hay escasez de oferta mundial de activos financieros, por lo que las economías emergentes con alto crecimiento habrían invertido en activos financieros que no son capaces de producir. Estas economías están experimentando un gran incremento en su renta disponible, pero no han podido vender derechos sobre su producto futuro —es decir, crear activos financieros—, debido a su infradesarrollo financiero. En este contexto, el hecho de que economías desarrolladas, como las anglosajonas, hayan estado suministrando activos financieros a aquellas economías emergentes que eran incapaces de producirlos contribuiría a explicar, en parte, sus desequilibrios externos en forma de déficits por cuenta corriente¹³.

Otros autores¹⁴ se han planteado por qué la mayoría de las economías emergentes han registrado en el pasado déficits por cuenta corriente, a pesar de la existencia de sistemas financieros locales aún me-

nos desarrollados. El paso del déficit al superávit sólo puede entenderse en conjunción con una serie de perturbaciones para el crecimiento del producto y el ahorro total de las economías emergentes que se han producido en los doce últimos años: (i) la crisis asiática de finales de los años noventa, que provocó un *shock* de demanda negativo, seguido del fomento del crecimiento basado en la exportación, asociado a veces a una acumulación masiva de reservas exteriores y a tipos de cambio muy controlados; y (ii) dos shocks de oferta positivos en la presente década —un *shock* de productividad y el aumento de los precios de las materias primas—, a los que la demanda interna de algunas economías emergentes no ha reaccionado de forma proporcionada, debido a factores estructurales tales como las tendencias demográficas y la falta de una adecuada provisión de bienes sociales y pensiones¹⁵. El ahorro adicional de naturaleza precautoria generado por estas perturbaciones sobre la renta de las economías emergentes ha tendido a canalizarse hacia el extranjero como consecuencia de su infradesarrollo económico, lo que ha dado lugar a superávits por cuenta corriente.

Las diferencias en el grado de desarrollo financiero pueden ayudar también a explicar la composición de las carteras, es decir, los motivos por los que, como ya se ha mencionado, el capital privado tiende a fluir hacia los países con renta per cápita baja, como sería de esperar, mientras que el capi-

12 Véanse, por ejemplo, R. J. Caballero (2006), «On the macroeconomics of asset shortages», NBER Working Paper n.º 12753; R. J. Caballero, E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2007), «An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates», *American Economic Review*; y R. J. Caballero, E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2008), «Financial crash, commodity prices and global imbalances», artículo presentado en la ECB Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Fráncfort del Meno, 2 de diciembre.

13 A diferencia de los autores anteriores, que se centran en la capacidad de un país para suministrar activos, otros autores han puesto de relieve la relación entre el infradesarrollo financiero y el ahorro; de ahí la demanda de activos financieros. Véase E. G. Mendoza, V. Quadrini y J.-V. Rios-Rull (2007), «Financial integration, financial deepness and global imbalances», NBER Working Paper n.º 12909.

14 Véase, por ejemplo, R. S. Kroszner (2007), «International capital flows and emerging market economies», discurso pronunciado en Buenos Aires, 15 de mayo.

15 Para más información, véase T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora y R. Straub (2008), «A framework for assessing global imbalances», Documento Ocasional n.º 78, BCE.

tal oficial se dirige principalmente hacia los países con renta per cápita elevada a través de la acumulación de activos exteriores por parte de los bancos centrales y de los fondos de riqueza soberanos. Con independencia del origen del exceso de ahorro en las economías emergentes, el sector oficial tiende a canalizarlo hacia el exterior por tres motivos principales, que pueden estar relacionados, en parte, con el infradesarrollo financiero: (i) la ineficiencia del sector privado de la mayoría de las economías emergentes para canalizar el ahorro hacia el exterior; (ii) la presencia, en algunos países, de controles de capital asimétricos que dificultan las salidas de capital; (iii) el intento de crear un amortiguador frente a futuras crisis financieras mediante la acumulación de reservas exteriores en un contexto de regímenes de tipos de cambio fijos o muy controlados¹⁶.

Si se consideran, por último, las peculiaridades regionales, algunos autores¹⁷ se han centrado en el caso de las economías emergentes de Europa Central y Oriental, que proporcionan un contraejemplo que respalda la perspectiva más convencional. Otros autores¹⁸ han observado que las regiones emergentes con baja rentabilidad, como América Latina, han recibido con el tiempo más capital que las regiones de rentabilidad elevada, tales como los «tigres asiáticos». Este resultado hace que la pregunta «¿por qué el capital no fluye hacia los países pobres?» pase a ser «¿por qué el capital no fluye a los países pobres con elevada rentabilidad?»

En línea con la literatura que se acaba de mencionar, el análisis econométrico¹⁹ ha respaldado también la idea de que el subdesarrollo financiero de las economías emergentes ha sido un factor estructural que ha contribuido a la acumulación de desequilibrios globales y, en particular, a que el capital neto fluya «hacia arriba», de los países con renta per cápita baja a los países con renta per cápita elevada.

3.2 PERSPECTIVAS: POSIBLES IMPLICACIONES INTERNACIONALES DE LA CONVERGENCIA FINANCIERA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Si bien, como se muestra en la sección 2, el margen para que se produzca la convergencia financiera de

las economías emergentes sigue siendo sustancial, hay algunos indicios de que este proceso podría haber empezado en algunos países. En concreto, en los gráficos 12 y 13 —que, debido a restricciones de los datos de las series temporales, sólo se centran en una versión reducida del índice de tamaño del mercado financiero descrito en el cuadro 1²⁰— se presentan algunos resultados interesantes:

- El gráfico 12 pone de relieve que, en términos de tamaño del mercado financiero, las economías emergentes tomadas en su conjunto experimentaron una convergencia financiera limitada hacia las economías desarrolladas entre el 2002, es decir, después de que explotara la burbuja tecnológica, y el 2006.
- El gráfico 13 se centra en algunos mercados financieros emergentes y muestra que: (i) la mayoría de ellos creció en tamaño relativo entre los años 1992 y 2006; y (ii) en los últimos años, Corea del Sur, Arabia Saudí e India han ido convergiendo, claramente, hacia las economías desarrolladas, como se recoge en la sección 2.

Como confirman los gráficos 12 y 13, este proceso de convergencia financiera, al menos en determinadas economías emergentes, parece haberse

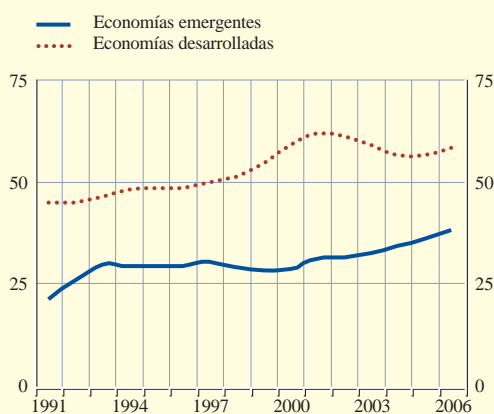
16 Véase, por ejemplo, Eurosystem (2006), «The accumulation of foreign reserves», Documento Ocasional n.º 43, BCE, elaborado por un grupo de trabajo del Comité de Relaciones Internacionales.

17 Véanse, por ejemplo, P. R. Lane y G. M. Milesi-Ferretti (2006), «Capital flows to central and emerging Europe», Discussion Paper n.º 161, Institute for International Integration Studies (IIIS); A. Abiad, D. Leigh y A. Mody (2008), «International finance, capital mobility and income convergence: Is Europe different?», artículo presentado en el Economic Policy Forty-Eighth Panel Meeting celebrado en la Banque de France, París, 24-25 de octubre.

18 L. E. Ohanian y M. L. J. Wright (2007), «Where did capital flow? Fifty years of international rate of return differentials and capital flows», artículo presentado en la ECB Conference on Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Francfort del Meno, 2 de diciembre de 2008.

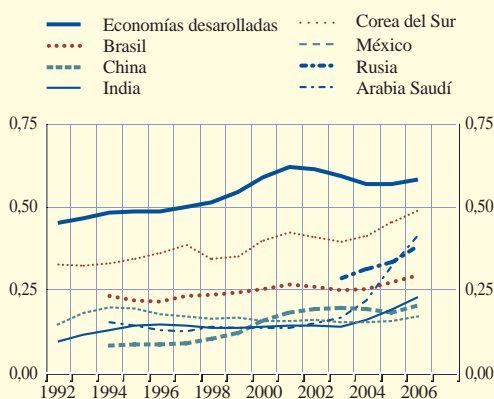
19 Véanse M. D. Chinn y H. Ito (2005), «What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions», NBER Working Paper n.º 11370; M. D. Chinn y H. Ito (2007), «East Asia and global imbalances: Saving, investment and financial development», NBER Working Paper n.º 13364; y Dorrucchi et ál. (2009), op. cit.

20 Debido a restricciones de los datos, este índice más reducido sólo incluye: (i) la capitalización bursátil en relación con el PIB, calculada como media móvil de tres meses para suavizar los picos repentinos; y (ii) la penetración de los seguros no vida.

Gráfico 12 Índice de tamaño del mercado financiero en las economías emergentes y avanzadas

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit. Notas: El índice de tamaño del mercado financiero que se presenta en los gráficos 12 y 13 es más reducido que el índice de tamaño del mercado financiero descrito en el cuadro 1 (véase nota a pie de página n.º 20, para más información). Las economías emergentes que se presentan en el cuadro 12 son Argentina, Brasil, Chile, China, Corea del Sur, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, RAE de Hong Kong, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, provincia china de Taiwán, Turquía y Venezuela. Las economías desarrolladas incluyen todos los países del G 7, excepto Canadá.

visto influido significativamente por episodios de crisis financieras que han afectado a las economías desarrolladas o a las economías emergentes.

Gráfico 13 Índice de tamaño del mercado financiero: Algunas economías emergentes frente a las economías desarrolladas

Fuente: E. Dorruci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara (2009), op. cit. Notas: El índice de tamaño del mercado financiero que se presenta en los gráficos 12 y 13 es más reducido que el índice de tamaño del mercado financiero descrito en el cuadro 1 (véase nota a pie de página n.º 20, para más información). Las economías desarrolladas incluyen todos los países del G 7, excepto Canadá.

De cara al futuro, la crisis actual ha puesto de manifiesto que el sector financiero de varias economías, especialmente de las economías desarrolladas, y de Estados Unidos, en particular, se está desapalancando y que, en última instancia, necesita disminuir de tamaño, lo que, en la práctica, ya está sucediendo. Al mismo tiempo, una vez que los negativos efectos de contagio de la crisis financiera sobre las economías emergentes vayan desapareciendo, es bastante posible que los inversores miren con renovado interés sus mercados financieros (un proceso que también se ha observado en los últimos meses). Como resultado, la brecha entre las economías desarrolladas y las emergentes, en términos de desarrollo financiero interno, podría estrecharse aún más en los próximos años.

Más en general, si la globalización financiera pasara a ser más simétrica en cuanto a su carácter, podría dejar de ser cierta la idea de que, gracias a la apertura de las cuentas de capital y de los mercados financieros desarrollados, siempre sería posible para las economías desarrolladas desde el punto de vista financiero suavizar el consumo, compartir el riesgo en el exterior y financiar abultados déficits por cuenta corriente en cualesquiera circunstancias y horizontes temporales.

4 DESARROLLO FINANCIERO INTERNO Y ESTABILIDAD FINANCIERA

4.1 ALGUNAS LECCIONES GENERALES EXTRAÍDAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Los informes recientes del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, en sus siglas en inglés) y del G 20²¹ han analizado, entre otros aspectos, a la luz de la crisis financiera actual, la relación entre desarrollo financiero interno en las economías emergentes y estabilidad financiera. Ambos documentos han afirmado que el limitado progreso en la innovación financiera ha supuesto, como un subproducto indirecto bienvenido, exposicio-

21 Véanse el Comité sobre el Sistema Financiero Global (2009), «Capital flows and emerging market economies», informe elaborado por un grupo de trabajo establecido por el CGFS, CGFS Papers n.º 33, enero; y G 20 (2008), «Study Group on Global Credit Market Disruptions», documento elaborado por Australia.

nes muy limitadas de los mercados de las economías emergentes a las hipotecas de alto riesgo (*subprime*). Por consiguiente, los mercados financieros emergentes pudieron mantener la confianza de los inversores internacionales en los primeros estadios de la crisis, y, hasta el verano del 2008, los efectos de contagio derivados de las turbulencias financieras que se estaban produciendo en las economías desarrolladas fueron limitados. No obstante, cuando la crisis se intensificó a mediados de septiembre del 2008, factores tales como el desapalancamiento a escala mundial, la repentina desaparición de la liquidez del mercado y la búsqueda de activos más seguros causaron un gran impacto en los mercados financieros emergentes, pero estos mercados resultaron ser, en general, más resistentes que en anteriores episodios de crisis (aunque las economías más desarrolladas desde el punto de vista financiero no fueron, necesariamente, las más resistentes).

Si bien la mejora de la liquidez en los mercados financieros de las economías emergentes ha incrementado hasta cierto punto su resistencia financiera, la experiencia de la crisis ha puesto de manifiesto que continúa existiendo un margen considerable para seguir avanzando. Por ejemplo, en muchos países los mercados de deuda en moneda local y de derivados de tipos de interés están aún en sus primeras etapas de desarrollo, lo que supone que las perturbaciones que afectan a los flujos de entrada de capital pueden dar lugar a variaciones de los precios de los activos financieros mayores que en mercados más profundos. Además, algunos mercados son vulnerables debido a la reducida base de inversores. La ampliación de la base de inversores exige nuevas reformas, por ejemplo, de la normativa, de los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, de la infraestructura del mercado de capitales y de la manera en que los bancos centrales, como agentes fiscales, diseñan la emisión y la negociación de los bonos. Por último, la resistencia del mercado también puede mejorarse a través de mercados de cobertura bien desarrollados²².

Otro aspecto importante se refiere a que el proceso de desarrollo financiero interno se ha visto acompañado

de una significativa presencia bancaria extranjera en muchas economías emergentes, lo que suscita una serie de cuestiones de relevancia en el contexto de la crisis actual. Este tema se examina en el resto de la sección, que se centra en el caso de Europa Oriental y Sudoriental durante la crisis financiera.

4.2 RÁPIDO DESARROLLO FINANCIERO BASADO EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: UN CASO DE ESTUDIO

En los últimos años, varias economías de Europa Oriental y Sudoriental han experimentado un desarrollo financiero muy rápido basado en las entidades de crédito. Aunque la intermediación financiera, medida por el porcentaje de activos totales del sistema bancario en el PIB, sigue yendo muy a la zaga de la media de la zona del euro —que se sitúa por encima del 300%—, ha tendido al alza significativamente en la última década (véase gráfico 14). Pese a esta tendencia general, existen importantes diferencias entre los países en cuestión, tanto en cuanto a los niveles alcanzados como en lo que se refiere al ritmo de expansión durante este período. En Turquía, por ejemplo, el aumento del tamaño del sector bancario en relación con el PIB fue de los menores de la región.

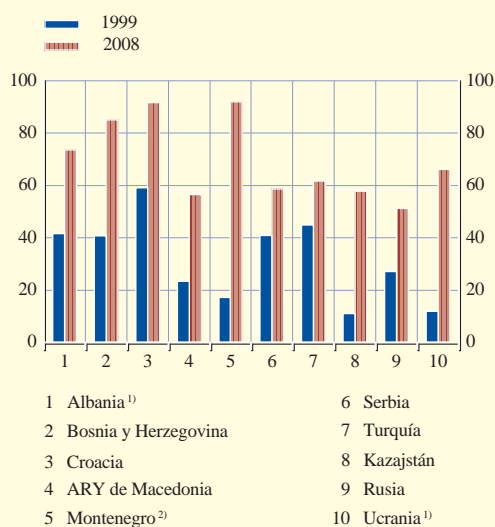
El rápido desarrollo financiero interno basado en las entidades de crédito se ha visto facilitado por la entrada de bancos extranjeros en estos países. En la privatización de bancos anteriormente públicos intervinieron, con frecuencia, compradores extranjeros, que —dado el potencial de crecimiento de este segmento del mercado en las economías mencionadas— se introdujeron en el mercado como inversores estratégicos y, posteriormente, ampliaron sus actividades con mucha rapidez. Por lo tanto, en la mayoría de los países, la penetración extranjera se incrementó notablemente, de nuevo con considerables diferencias entre los países²³. En las economías de los Balcanes Occidentales,

22 Para un análisis más amplio de la relación entre el desarrollo financiero y la estabilidad financiera en las economías emergentes, véase A. de la Torre, J. C. Gozzi y S. L. Schmukler (2007), «Financial Development: Maturing and Emerging Policy Issues», *The World Bank Research Observer*, vol. 22, n.º 1.

23 Véase Banco Mundial (2009), «Global Development Finance 2009: Charting a Global Recovery».

Gráfico 14 Activos del sector bancario en relación con el PIB

(en porcentaje)



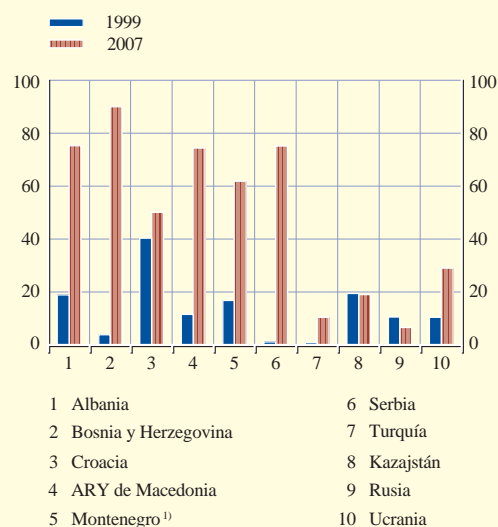
Fuentes: FMI, Haver Analytics.

1) Últimos datos: 2007.

2) Primeros datos: 2003.

Gráfico 15 Activos de entidades de crédito extranjeras en relación con los activos totales

(en porcentaje)



Fuentes: Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

Haver Analytics para Turquía.

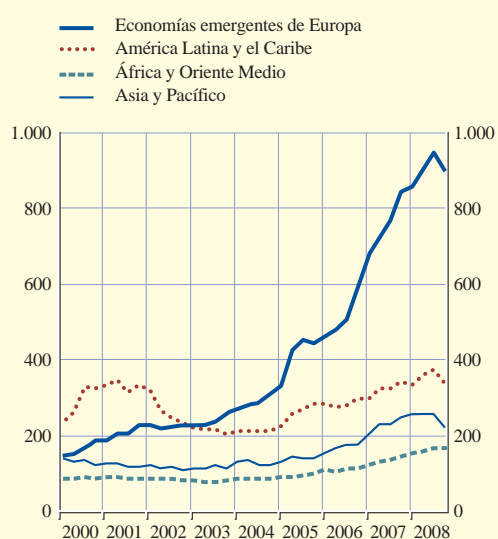
1) Primeros datos: 2003.

los sistemas bancarios están dominados por bancos extranjeros, con un porcentaje de titularidad extranjera cercano o superior al 80% en términos de activos, (véase gráfico 15). Sin embargo, los porcentajes de entidades de crédito extranjeras en términos de activos son significativamente inferiores en otras economías de la región, sobre todo en Rusia y en Turquía (por debajo del 20%). Las matrices de los bancos de propiedad extranjera están radicadas habitualmente en la zona del euro. Su atención estratégica por las economías emergentes de Europa queda ilustrada, también, por el importante aumento de los activos bancarios de la zona del euro en esta región durante los 10 últimos años, que sobrepasó significativamente las exposiciones a otras regiones emergentes (véase gráfico 16).

Este desarrollo financiero, alentado por la presencia de bancos extranjeros, ha respaldado el desarrollo económico y la convergencia real de la región. Como la financiación por parte de las entidades matrices suele ser más estable que muchas otras formas de entradas de capital, especialmente las inversiones de cartera, este modelo de desarrollo basado en las entidades de crédito presenta nume-

Gráfico 16 Activos extranjeros consolidados frente a algunas regiones emergentes de entidades de crédito radicadas en la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BPI.

Nota: Las economías emergentes de Europa, tal y como se definen en las estadísticas del BPI, incluyen Albania, Antigua República Yugoslava de Macedonia, Belarús, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Moldova, Montenegro, Polonia, República Checa, Rumanía, Rusia, Serbia, Turquía y Ucrania.

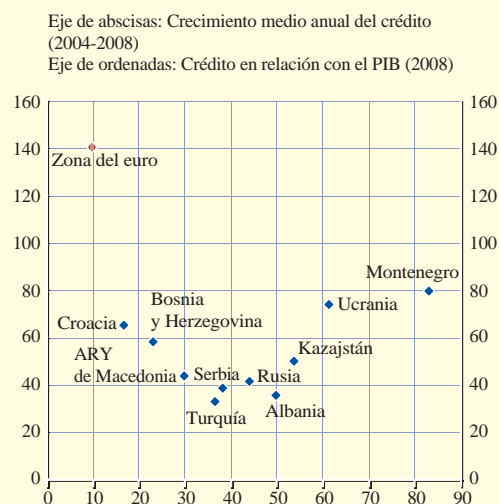
rosas ventajas. Además, los bancos extranjeros contribuyeron a la transición económica de esos países no sólo proporcionando capital a los sistemas financieros, sino también transfiriendo reputación, conocimientos técnicos, capacidades directivas y tecnología de la información. Por otra parte, las entidades de crédito extranjeras podrían actuar de fuerza estabilizadora en caso de que se produjeran perturbaciones internas. En general, unos mercados financieros más desarrollados y más integrados permiten el acceso a la financiación internacional en términos más favorables, y con ello aumenta la inversión interna en relación con el ahorro interno a través del canal de financiación bancaria. De hecho, la literatura económica resumida en la sección 3.1 sugiere que, a diferencia de lo ocurrido en otras economías emergentes, este factor fue crucial a la hora de generar un flujo de capital desde las economías desarrolladas ricas en capital hacia las economías emergentes de Europa²⁴.

Al mismo tiempo, este rápido proceso de desarrollo financiero basado en las entidades de crédito se ha visto acompañado de algunas vulnerabilidades financieras y macroeconómicas. Por lo que se refiere al aspecto financiero, estas vulnerabilidades se han manifestado a partir del rápido crecimiento del crédito²⁵ (véase gráfico 17), que aumentó debido a la intensa competencia entre los bancos por ganar cuota de mercado²⁶. Esto produjo un incremento de los riesgos de crédito, así como un importante crecimiento de la deuda del sector privado. De hecho, este rápido crecimiento está en consonancia con el proceso de convergencia, y el margen existente para la convergencia es considerable, ya que la ratio de crédito en relación con el PIB de la región continúa situándose muy por debajo de los niveles de la zona del euro. Sin embargo, la fuerte tasa de crecimiento y la expansión a clientes sin historial crediticio provocó que la valoración de la solvencia fuera especialmente difícil. Las vulnerabilidades resultantes se han magnificado en algunas economías, en parte, por el empleo de préstamos en moneda extranjera a prestatarios sin cobertura de riesgos²⁷.

En cuanto al aspecto macroeconómico, la mayor facilidad para disponer de crédito y la demanda reprimida ocasionaron un aumento del consumo y

Gráfico 17 Crecimiento medio del crédito y crédito en relación con el PIB

(tasas de variación interanual; en porcentaje)



Fuentes: BCE, FMI, Haver Analytics y fuentes nacionales.

potenciaron la formación bruta de capital fijo. Como resultado, la demanda interna se convirtió en el principal factor que contribuyó al crecimiento del producto. El reflejo de la demanda interna, financiada principalmente por el fuerte crecimiento del crédito, fue la ampliación del déficit por cuenta corriente (véase gráfico 18). Esto expuso a los países a vulnerabilidades financieras externas, que ilustran la importancia de la relación entre los desequilibrios macroeconómicos y la estabilidad

24 Véase S. Herrmann y A. Winkler (2008), «Real convergence, financial markets, and the current account: Emerging Europe versus emerging Asia», Documento Ocasional n.º 88, BCE.

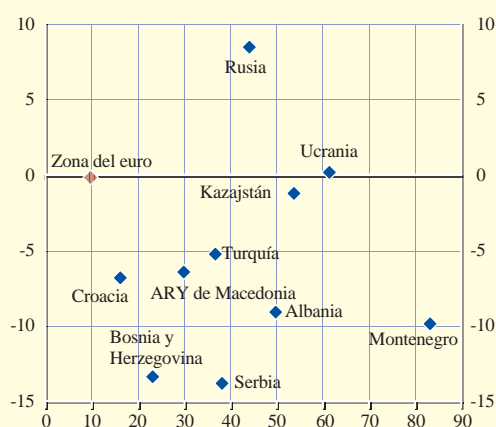
25 El crecimiento del crédito en la región superó el de otras economías emergentes. En el período 2004-2008, el crédito al sector privado experimentó, en promedio, una expansión del 44% anual en los países analizados en este artículo (tomando una media simple de las tasas de crecimiento de los países), mientras que la medida correspondiente para América Latina fue del 31%, y de sólo el 12% en las economías emergentes de Asia.

26 Véase BCE (2008), «Financial stability challenges in candidate countries: Managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems», elaborado por un grupo de expertos del Comité de Relaciones Internacionales, Documento Ocasional n.º 95, BCE.

27 En lo que se refiere a los hogares y las empresas, la obtención de préstamos en moneda extranjera fue consecuencia de los importantes diferenciales de tipos de interés, mientras que, debido al proceso de convergencia real, parecía que las monedas eran más propensas a apreciarse; sin embargo a menudo estuvo en consonancia con los incentivos de los bancos, dado que las principales fuentes de financiación de los bancos de titularidad extranjera era el capital de sus entidades matrices.

Gráfico 18 Crecimiento medio del crédito y cuenta corriente en relación con el PIB (2004-2008)

(tasas de variación interanual; en porcentaje)

Eje de abscisas: Crecimiento medio anual del crédito
Eje de ordenadas: Cuenta corriente en relación con el PIB
(2008)

Fuentes: BCE, FMI, Haver Analytics y fuentes nacionales.

financiera. En economías ricas en recursos, como Rusia, las vulnerabilidades externas tuvieron un origen diferente, relacionado con la elevada dependencia del precio de las materias primas. Pero, como consecuencia de las elevadas tasas de crecimiento y de la expansión de la demanda interna, varias economías de Europa Oriental y Sudoriental empezaron a mostrar signos de sobrecalentamiento, que se materializaron en altas tasas de inflación y/o en abultados déficits por cuenta corriente²⁸.

La actual crisis financiera mundial ha puesto al descubierto, de repente, algunas de esas vulnerabilidades²⁹. Aunque el impacto directo en los mercados financieros regionales fue limitado, ya que las entidades de crédito de la región sólo tenían una pequeña exposición a los productos estructurados, la segunda oleada de la crisis castigó duramente a estas economías, sobre todo por el colapso del comercio exterior. Se prevé que, a medida que disminuya la actividad económica real, se deteriore la cartera de préstamos. Además, las entidades de crédito de la región tuvieron que hacer frente, con frecuencia, a presiones procedentes de la retirada de depósitos, como consecuencia de los efectos confianza, y, debido a las importantes necesidades de financiación externa, se vieron afectadas

negativamente por un acceso más limitado o más caro a la financiación internacional. Por estos motivos, el apoyo de las entidades matrices podría ser crucial en algunos casos. En general, las entidades de crédito extranjeras están en mejor situación que los bancos puramente nacionales para recapitalizar sus filiales o sucursales. Sin embargo, si la matriz extranjera se ha visto afectada por la crisis financiera, su presencia abre otro posible canal de transmisión a estos países emergentes.

En conclusión, en estos momentos los modelos bancarios basados en entidades de crédito extranjeras de Europa Oriental y Sudoriental están siendo puestos a prueba. Por una parte, la presencia de bancos extranjeros ha actuado como ancla de estabilidad en la mayoría de los países, también durante la crisis, pues las presiones sobre la financiación externa siguieron siendo, en general, limitadas. Muchas entidades matrices han manifestado repetidas veces que siguen estando comprometidas con la región y, en el caso de los pocos países acogidos a un programa del FMI, han formalizado el compromiso a través de acuerdos voluntarios para mantener su exposición. Al mismo tiempo, las entidades de crédito han actuado, en parte, como un canal de transmisión de las perturbaciones, potencialmente bidireccional, es decir, de las economías desarrolladas a las economías emergentes a través del canal del crédito bancario, y viceversa, por ejemplo, a través del deterioro de la rentabilidad de la región. En la coyuntura actual, es demasiado pronto para juzgar el comportamiento global de ese modelo de desarrollo financiero en caso de estrés. No obstante, se reconoce de forma generalizada que la presencia de bancos extranjeros, aunque ofrece muchas ventajas, puede convertirse en una fuente de perturbaciones para ambas partes, por lo que, en el futuro, debe tenerse en cuenta en los ámbitos de la regulación y en la valoración de riesgos.

28 El impacto del elevado crecimiento del crédito sobre la inflación y la balanza por cuenta corriente se debió, entre otros factores, al régimen de tipo de cambio de los países en cuestión. En particular, las tasas de inflación más elevadas se registraron en países con tipos de cambio fijos, donde las ganancias relativas de productividad relativas no pudieron traducirse en una apreciación nominal de la moneda.

29 Véase FMI (2009), «Regional Economic Outlook on Europe: Addressing the Crisis».

5 CONCLUSIONES

El desarrollo financiero interno de las economías emergentes constituye un ingrediente fundamental en la consecución de una globalización financiera más asimétrica, que podría desempeñar, a su vez, un papel importante en la reducción de los desequilibrios globales. Aunque se observa, en general, que los mercados financieros más desarrollados son beneficiosos para el desarrollo económico, un proceso de rápida profundización financiera podría conllevar, en determinadas circunstancias, ciertos

riesgos para la estabilidad financiera. La calidad del desarrollo financiero interno y el desarrollo paralelo de la supervisión y la regulación financieras son cruciales, por lo tanto, para evitar las crisis financieras. En particular, los modelos de evolución financiera que se basan en gran medida en un único elemento del sistema financiero (por ejemplo, los bancos o los mercados) podrían resultar más vulnerables en épocas de crisis. El desarrollo financiero interno que se sustenta en unas estructuras financieras más amplias podría demostrar ser más estable en el medio y largo plazo.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

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

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

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

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR, porcentaje, medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje, fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,7	4,64	3,69
2008 IV	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,0	4,24	3,69
2009 I	5,3	7,2	6,0	-	4,6	26,2	2,01	3,77
II	8,0	5,5	4,3	-	2,2	27,8	1,31	3,99
III	.	.	.	-	.	.	0,87	3,64
2009 Abr	8,3	5,9	4,9	4,6	2,3	28,5	1,42	3,79
May	7,9	5,0	3,8	4,1	1,8	27,9	1,28	4,18
Jun	9,4	4,9	3,6	3,4	1,5	26,0	1,23	3,99
Jul	12,1	4,7	3,0	3,0	0,7	26,7	0,97	3,74
Ago	13,6	4,6	2,5	.	0,1	.	0,86	3,68
Sep	.	.	.	.	.	.	0,77	3,64

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

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,5	2,8	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,4	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2009 I	1,0	-2,0	3,6	-4,9	-18,4	72,5	-1,2	8,8
II	0,2	-5,7	4,0	-4,8	-18,5	69,9	-1,8	9,3
III	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Abr	0,6	-4,8	-	-	-21,3	70,3	-	9,2
May	0,0	-5,9	-	-	-17,6	-	-	9,3
Jun	-0,1	-6,5	-	-	-16,6	-	-	9,4
Jul	-0,7	-8,4	-	-	-15,9	69,5	-	9,5
Ago	-0,2	-7,5	-	-	.	-	-	9,6
Sep	-0,3	.	-	-	.	-	-	.

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

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁶⁾ (índice 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
							7		8
	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 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	-18,0	11,2	-8,9	94,0	381,5	113,2	113,4	1,3632
III	.	.	.	.	.	114,3	114,3	1,4303
2009 Abr	-7,4	3,9	-4,5	-9,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
May	-11,6	2,2	4,8	58,0	392,2	113,0	113,2	1,3650
Jun	1,0	5,1	-9,2	44,9	381,5	114,0	114,3	1,4016
Jul	9,4	12,6	5,3	-23,0	386,5	113,8	113,8	1,4088
Ago	.	.	.	.	428,0	113,9	113,9	1,4268
Sep	.	.	.	.	.	115,2	115,3	1,4562

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2009 11 Septiembre	2009 18 Septiembre	2009 25 Septiembre	2009 2 Octubre
Oro y derechos en oro	232.024	231.971	231.913	238.169
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	198.135	196.666	196.308	194.400
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	58.215	59.131	58.096	52.323
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	16.333	15.612	15.007	15.141
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	689.256	683.837	681.048	734.324
Operaciones principales de financiación	93.285	87.800	85.004	66.767
Operaciones de financiación a plazo más largo	595.862	595.862	595.863	667.440
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	85	149	141	91
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	24	25	40	26
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	24.022	24.686	26.356	24.675
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	316.605	317.451	319.065	320.756
Valores mantenidos con fines de política monetaria	11.140	12.779	14.239	15.579
Otros valores	305.465	304.672	304.826	305.177
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.230	36.230	36.229	36.204
Otros activos	231.653	227.388	226.220	228.574
Total activo	1.802.473	1.792.972	1.790.242	1.844.567

2. Pasivo

	2009 11 Septiembre	2009 18 Septiembre	2009 25 Septiembre	2009 2 Octubre
Billetes en circulación	769.238	767.516	766.140	770.946
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	331.855	325.234	306.532	368.906
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	243.037	236.238	189.778	218.307
Facilidad de depósito	88.815	88.995	116.751	150.597
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	1	2	2
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	207	169	154	158
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	138.358	145.745	160.743	151.750
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	89.347	83.366	85.716	76.339
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.068	3.150	3.030	3.865
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.144	10.999	10.712	8.841
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	51.481	51.481	51.481	50.906
Otros pasivos	147.020	144.557	144.980	147.644
Cuentas de revalorización	187.797	187.797	187.797	192.254
Capital y reservas	72.958	72.959	72.959	72.958
Total pasivo	1.802.473	1.792.972	1.790.242	1.844.567

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo			Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado			
	1	2	3	4	5	6	7	8		
Operaciones principales de financiación										
2009 10 Jun	302.077	604	302.077	1,00	-	-	-	-	7	
17	309.621	670	309.621	1,00	-	-	-	-	7	
24	167.902	530	167.902	1,00	-	-	-	-	7	
1 Jul	105.905	405	105.905	1,00	-	-	-	-	7	
8	106.406	397	106.406	1,00	-	-	-	-	7	
15	100.294	389	100.294	1,00	-	-	-	-	7	
22	88.272	396	88.272	1,00	-	-	-	-	7	
29	94.780	382	94.780	1,00	-	-	-	-	7	
5 Ago	80.785	348	80.785	1,00	-	-	-	-	7	
12	73.596	320	73.596	1,00	-	-	-	-	7	
19	76.056	330	76.056	1,00	-	-	-	-	7	
26	77.530	325	77.530	1,00	-	-	-	-	7	
2 Sep	72.086	286	72.086	1,00	-	-	-	-	7	
9	93.285	311	93.285	1,00	-	-	-	-	7	
16	87.800	318	87.800	1,00	-	-	-	-	7	
23	85.004	332	85.004	1,00	-	-	-	-	7	
30	66.767	244	66.767	1,00	-	-	-	-	7	
7 Oct	62.620	224	62.620	1,00	-	-	-	-	7	
Operaciones de financiación a plazo más largo										
2009 9 Jul	9.067	56	9.067	1,00	-	-	-	-	189	
30	9.492	68	9.492	1,00	-	-	-	-	91	
12 Ago	30.686	90	30.686	1,00	-	-	-	-	28	
13	13.024	20	13.024	1,00	-	-	-	-	91	
13	11.875	53	11.875	1,00	-	-	-	-	182	
27	8.321	35	8.321	1,00	-	-	-	-	91	
9 Sep	10.627	45	10.627	1,00	-	-	-	-	35	
10	3.686	23	3.686	1,00	-	-	-	-	182	
10	3.161	14	3.161	1,00	-	-	-	-	91	
1 Oct	2.769	19	2.769	1,00	-	-	-	-	77	
1	75.241	589	75.241	1,00	-	-	-	-	364	
8	1.128	8	1.128	1,00	-	-	-	-	98	
8	2.368	22	2.368	1,00	-	-	-	-	182	

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable					Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 3 Oct	Operaciones temporales	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3
6	Captación de depósitos a plazo fijo	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1
9	Captación de depósitos a plazo fijo	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6
11 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009 20 Ene	Operaciones temporales	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
9 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
7 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
11 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1
8 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en ¹⁾ :	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos (a la vista, y a plazo y disponibles con preaviso hasta 2 años)	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos (a plazo y disponibles con preaviso a más de 2 años)	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 Mar	18.269,2	10.015,6	845,4	2.443,0	1.203,2	3.761,9	
Abr	18.447,1	10.085,4	846,1	2.452,5	1.253,3	3.809,8	
May	18.487,3	9.972,0	854,6	2.404,7	1.224,1	4.031,9	
Jun	18.518,3	10.003,9	818,8	2.432,6	1.207,0	4.056,0	
Jul	18.432,0	9.890,4	818,9	2.436,0	1.204,6	4.082,1	

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 9 Jun	216,7	217,9	1,2	0,0	1,00
7 Jul	218,1	219,2	1,1	0,0	1,00
11 Ago	216,0	216,9	0,9	0,0	1,00
8 Sep	215,9	216,9	1,0	0,0	1,00
13 Oct	213,7	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema											
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾	Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto) ⁴⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009 20 Ene	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1
10 Feb	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7
10 Mar	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5
7 Abr	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6
12 May	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0
9 Jun	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1.000,0
7 Jul	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1.102,0
11 Ago	433,6	94,1	694,0	0,3	2,8	185,1	22,1	770,8	133,9	-103,9	216,9	1.172,8
8 Sep	427,6	74,8	645,4	0,3	8,4	136,7	18,5	769,1	125,7	-110,4	216,9	1.122,7

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por FMM ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,0
2009 I	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	490,3	15,7	334,2
2009 Abr	2.710,2	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7
May	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,6	322,9	2,5	50,2	-	15,0	488,8	15,8	330,9
Jun	2.893,4	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	385,4	327,0	2,7	55,7	-	15,0	480,8	16,4	324,4
Jul	2.734,4	1.500,7	17,7	0,7	1.482,4	391,8	327,8	3,0	60,9	-	15,3	483,7	16,5	326,5
Ago ³⁾	2.723,6	1.451,3	17,6	0,7	1.433,1	400,6	332,2	3,3	65,2	-	15,7	518,5	16,4	321,1
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008	31.841,0	18.053,4	967,6	10.768,1	6.317,7	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.890,2
2009 I	31.746,7	17.907,6	970,7	10.810,3	6.126,7	4.920,1	1.387,3	1.446,9	2.085,8	104,1	1.185,5	4.545,2	215,1	2.869,0
2009 Abr	31.862,9	17.907,6	982,4	10.806,7	6.118,5	4.993,8	1.405,1	1.473,1	2.115,6	104,0	1.217,7	4.611,1	214,0	2.814,7
May	31.528,1	17.859,4	974,7	10.804,0	6.080,7	5.042,5	1.422,0	1.477,4	2.143,2	102,6	1.214,7	4.477,2	214,5	2.617,3
Jun	31.818,3	18.059,4	998,5	10.834,5	6.226,3	5.075,2	1.466,5	1.488,2	2.120,5	95,5	1.198,6	4.430,2	215,2	2.744,2
Jul	31.717,7	17.955,8	999,3	10.799,3	6.157,2	5.101,3	1.475,8	1.486,3	2.139,1	95,3	1.205,9	4.388,1	215,8	2.755,5
Ago ³⁾	31.496,9	17.786,5	1.003,5	10.731,3	6.051,7	5.100,1	1.476,5	1.488,5	2.135,1	94,8	1.213,9	4.342,1	216,0	2.743,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	119,2	277,1
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4
2009 I	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
2009 Abr	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,2	274,9	314,1
May	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9
Jun	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	208,0	358,6
Jul	2.734,4	795,1	1.106,7	128,2	20,2	958,2	-	0,1	286,7	192,5	353,4
Ago ³⁾	2.723,6	790,0	1.097,0	124,0	21,7	951,3	-	0,1	288,6	224,8	323,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,0	1.683,6	4.533,7	2.747,4
2008	31.841,0	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.244,0
2009 I	31.746,7	-	16.608,2	216,2	9.785,4	6.606,6	885,2	4.936,1	1.778,3	4.344,4	3.194,4
2009 Abr	31.862,9	-	16.646,0	197,2	9.870,7	6.578,1	886,1	4.976,7	1.790,6	4.399,9	3.163,6
May	31.528,1	-	16.567,9	194,4	9.877,2	6.496,3	874,5	5.000,4	1.803,3	4.268,4	3.013,7
Jun	31.818,3	-	16.787,6	227,5	9.931,3	6.628,8	837,3	4.984,1	1.826,4	4.232,3	3.150,5
Jul	31.717,7	-	16.623,0	170,2	9.902,5	6.550,3	853,5	5.008,2	1.842,7	4.193,2	3.197,0
Ago ³⁾	31.496,9	-	16.459,3	149,2	9.883,3	6.426,7	854,4	5.000,3	1.863,3	4.132,4	3.187,2

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.281,4	220,9	2.444,3
2008	24.107,9	11.755,0	986,2	10.768,8	2.961,5	1.552,7	1.408,8	786,3	5.233,4	227,3	3.144,4
2009 I	24.150,3	11.800,3	989,4	10.810,9	3.159,5	1.710,1	1.449,4	770,0	5.035,5	230,8	3.154,3
2009 Abr	24.236,3	11.807,9	1.000,5	10.807,4	3.207,0	1.731,6	1.475,4	795,5	5.098,5	229,8	3.097,7
May	23.908,2	11.797,4	992,8	10.804,6	3.224,8	1.744,9	1.479,9	792,9	4.966,0	230,2	2.896,8
Jun	24.075,2	11.851,4	1.016,2	10.835,2	3.284,4	1.793,5	1.491,0	779,3	4.911,0	231,6	3.017,6
Jul	24.023,8	11.816,9	1.017,0	10.799,9	3.293,0	1.803,6	1.489,4	777,4	4.871,8	232,3	3.032,4
Ago ^(p)	23.936,1	11.753,0	1.021,1	10.731,9	3.300,5	1.808,7	1.491,8	773,9	4.860,6	232,4	3.015,8
Operaciones											
2007	2.574,0	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	807,6	-0,5	464,4
2008	1.561,5	601,1	12,5	588,6	373,1	58,2	314,9	-56,0	-72,1	-2,1	716,8
2009 I	-142,0	6,3	2,1	4,2	178,9	141,9	37,0	-4,5	-276,2	2,1	-48,5
II	-229,3	72,2	27,3	44,9	136,5	89,6	46,9	4,5	-66,4	0,6	-377,6
2009 Abr	60,0	6,8	11,3	-4,5	48,2	21,2	27,0	21,2	42,4	-1,1	-57,5
May	-219,1	6,6	-7,4	14,0	29,0	20,7	8,2	-3,3	-50,8	0,4	-202,0
Jun	-70,2	58,8	23,4	35,4	59,4	47,7	11,6	-13,4	-58,0	1,3	-118,2
Jul	-55,0	-27,7	0,8	-28,5	3,1	6,1	-3,0	-6,1	-38,8	1,0	13,5
Ago ^(p)	-60,4	-60,8	4,1	-64,9	4,7	3,5	1,3	-6,5	20,5	0,1	-15,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM
Saldos vivos										
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,3	1.492,7	4.652,9	3.024,5	-56,5
2008	24.107,9	722,9	259,6	9.727,2	726,3	2.828,3	1.613,8	4.779,3	3.567,3	-117,2
2009 I	24.150,3	719,9	351,8	9.808,7	780,8	2.801,4	1.645,2	4.646,0	3.496,2	-100,0
2009 Abr	24.236,3	729,2	337,5	9.892,2	781,8	2.811,9	1.646,9	4.674,8	3.477,7	-116,0
May	23.908,2	732,0	331,5	9.896,2	771,6	2.807,1	1.658,1	4.517,4	3.314,5	-120,7
Jun	24.075,2	735,0	352,7	9.954,9	741,6	2.808,0	1.675,3	4.440,4	3.509,0	-141,9
Jul	24.023,8	745,5	298,4	9.922,7	758,0	2.808,2	1.685,6	4.385,7	3.550,4	-131,0
Ago ^(p)	23.936,1	741,2	273,2	9.905,1	759,3	2.800,1	1.696,2	4.357,2	3.510,4	-106,8
Operaciones										
2007	2.574,0	45,8	-13,4	838,8	54,5	269,7	150,1	824,2	474,5	-70,5
2008	1.561,5	83,2	106,1	606,8	29,8	-27,3	142,6	86,7	559,5	-26,0
2009 I	-142,0	-4,3	89,3	25,6	55,8	-37,4	17,2	-200,3	-107,3	19,5
II	-229,3	15,0	0,9	154,8	-20,1	21,3	34,0	-167,2	-223,3	-44,6
2009 Abr	60,0	9,3	-14,0	80,5	2,3	5,5	4,5	7,6	-20,3	-15,4
May	-219,1	2,8	-5,9	16,5	0,6	15,0	12,2	-82,5	-166,5	-11,2
Jun	-70,2	3,0	20,8	57,8	-23,1	0,8	17,3	-92,4	-36,4	-18,0
Jul	-55,0	10,5	-54,2	-31,9	16,1	-1,7	6,5	-52,1	35,1	16,8
Ago ^(p)	-60,4	-4,3	-13,8	-15,2	1,1	-2,0	4,6	-8,8	-43,7	21,7

Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

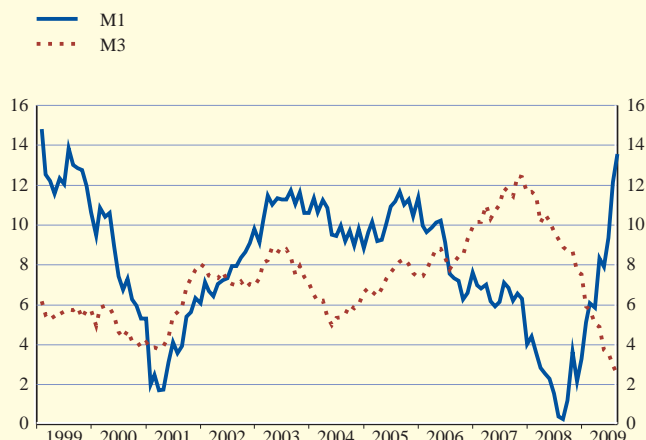
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							3	4		5	6	7	8	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,1	8.664,2	-	5.968,1	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	602,8
2008	3.981,9	4.046,2	8.028,1	1.379,2	9.407,3	-	6.294,4	2.562,2	12.985,7	10.784,5	-	427,0
2009 I	4.122,6	3.964,2	8.086,8	1.313,2	9.400,0	-	6.443,0	2.687,5	13.032,2	10.808,8	-	389,4
2009 Abr	4.199,8	3.961,8	8.161,5	1.315,1	9.476,6	-	6.468,7	2.712,9	13.011,8	10.792,0	-	453,3
May	4.192,4	3.938,3	8.130,7	1.280,0	9.410,7	-	6.500,8	2.721,9	13.020,7	10.793,4	-	498,5
Jun	4.242,7	3.905,3	8.148,0	1.276,8	9.424,8	-	6.533,8	2.793,0	13.067,0	10.808,5	-	472,1
Jul	4.339,4	3.857,6	8.197,1	1.250,4	9.447,5	-	6.561,9	2.815,6	13.038,0	10.767,2	-	486,1
Ago ^(p)	4.404,4	3.834,8	8.239,1	1.208,4	9.447,6	-	6.616,7	2.845,7	13.052,1	10.757,9	-	517,4
	Operaciones											
2007	148,8	529,7	678,5	223,9	902,4	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	-18,4
2008	125,9	487,0	612,9	44,8	657,7	-	174,2	70,7	843,2	587,4	749,2	-160,2
2009 I	105,2	-98,5	6,7	-62,4	-55,7	-	114,9	108,8	16,7	-13,8	7,7	-48,9
II	139,8	-68,3	71,6	-18,7	52,9	-	108,8	112,1	56,3	20,2	40,7	102,5
2009 Abr	93,0	-18,0	75,0	2,9	77,8	-	20,7	25,1	-24,3	-17,7	-2,8	64,4
May	-3,7	-16,7	-20,4	-26,0	-46,4	-	56,3	16,7	28,7	18,1	22,3	52,1
Jun	50,5	-33,5	17,0	4,4	21,4	-	31,8	70,3	51,9	19,9	21,3	-14,0
Jul	96,7	-47,4	49,3	-27,8	21,5	-	23,6	18,7	-27,9	-34,6	-33,0	11,9
Ago ^(p)	65,7	-21,9	43,8	-42,2	1,6	-	55,8	28,4	13,1	-6,2	-0,6	43,2
	Tasas de crecimiento											
2007 Dic	4,0	17,9	10,2	20,4	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	-18,4
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,4	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-160,2
2009 Mar	5,9	6,4	6,2	-1,1	5,1	5,2	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-146,3
2009 Abr	8,3	3,5	5,9	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,6	2,3	3,9	-31,1
May	7,9	2,1	5,0	-3,7	3,8	4,1	4,7	8,2	3,1	1,8	3,3	76,2
Jun	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,4	5,0	10,7	2,9	1,5	2,7	104,9
Jul	12,1	-2,7	4,7	-6,8	3,0	3,0	4,9	10,9	1,8	0,7	1,9	126,9
Ago ^(p)	13,6	-4,1	4,6	-9,9	2,5	.	5,2	11,5	1,1	0,1	1,3	164,9

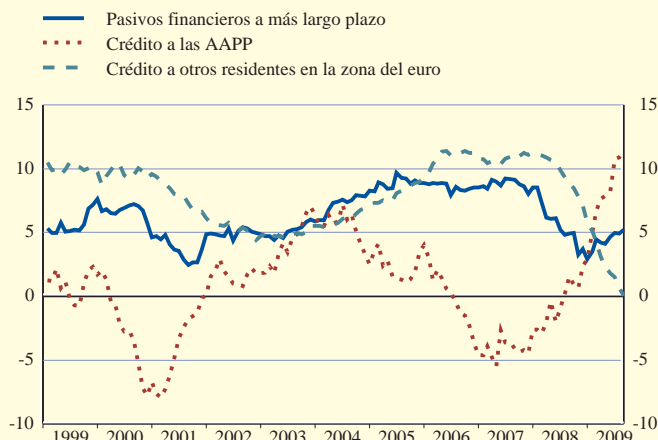
CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

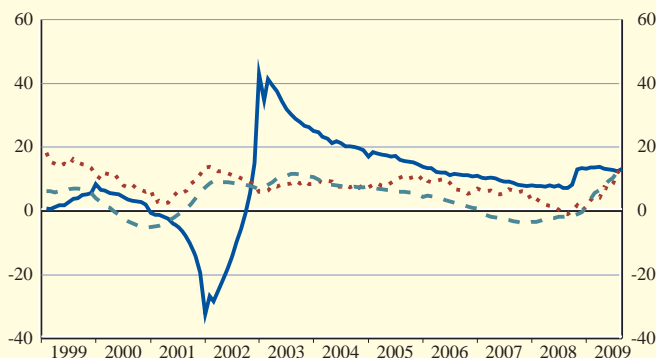
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,3	686,2	314,6	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,6
2008	709,9	3.272,0	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,9	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,2
2009 I	727,5	3.395,2	2.321,7	1.642,5	336,1	780,4	196,6	2.605,6	124,2	2.073,6	1.639,5
2009 Abr	729,8	3.470,0	2.294,3	1.667,5	337,1	770,3	207,7	2.603,8	125,9	2.090,1	1.648,9
May	730,0	3.462,4	2.257,6	1.680,7	326,1	753,1	200,8	2.599,5	128,2	2.100,1	1.673,1
Jun	734,2	3.508,5	2.208,9	1.696,3	355,1	738,2	183,5	2.608,6	129,4	2.115,4	1.680,4
Jul	733,6	3.605,8	2.134,6	1.723,0	331,0	745,0	174,4	2.619,2	130,9	2.130,3	1.681,4
Ago ^(p)	742,8	3.661,6	2.090,9	1.743,9	306,3	746,9	155,2	2.637,9	132,2	2.145,7	1.700,9
Operaciones											
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,0	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,6	467,2	19,8	48,1	33,2	-36,5	10,8	0,6	20,8	142,1
2009 I	16,2	89,1	-173,3	74,8	-18,0	25,6	-69,9	19,3	2,2	75,3	18,1
II	6,8	133,1	-122,9	54,6	19,2	-23,4	-14,5	18,9	4,5	40,6	44,8
2009 Abr	2,3	90,7	-43,7	25,7	0,9	-8,8	10,7	-6,4	1,0	14,0	12,2
May	0,2	-3,9	-30,0	13,3	-10,8	-6,7	-8,6	17,1	2,2	11,8	25,1
Jun	4,2	46,3	-49,2	15,6	29,0	-7,9	-16,6	8,2	1,2	14,8	7,5
Jul	-0,6	97,3	-74,2	26,8	-24,1	6,5	-10,2	9,9	1,5	15,0	-2,8
Ago ^(p)	9,2	56,6	-42,8	20,9	-24,6	1,7	-19,3	24,8	1,3	16,1	13,5
Tasas de crecimiento											
2007 Dic	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,4	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,1	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 Mar	13,8	4,3	6,4	6,6	8,0	4,1	-26,7	0,8	3,7	4,9	9,1
2009 Abr	13,2	7,4	0,5	8,0	3,6	3,2	-20,1	0,2	5,1	5,5	9,1
May	13,1	6,9	-2,7	9,4	1,9	2,7	-27,5	0,4	7,7	5,6	10,5
Jun	12,8	8,7	-6,1	10,4	5,4	2,7	-33,6	0,4	9,3	6,1	10,8
Jul	12,5	12,1	-12,1	12,3	-3,3	3,7	-38,6	0,1	10,9	6,9	10,1
Ago ^(p)	13,2	13,6	-15,1	13,7	-8,5	1,9	-43,9	0,8	12,8	7,4	9,5

C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

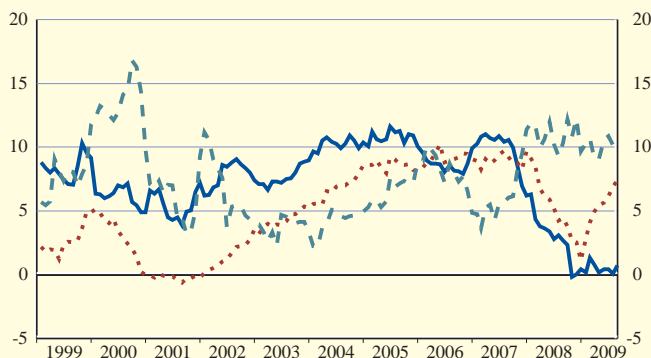
- Efectivo en circulación
- ... Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

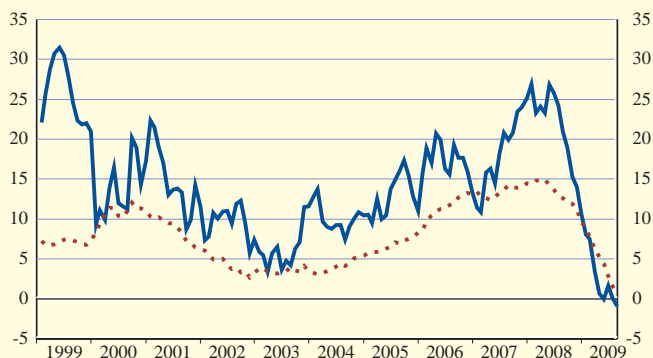
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	107,4	880,4	4.380,5	1.279,7	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.425,2	746,9
2008	103,7	977,9	4.820,6	1.380,4	960,8	2.479,4	4.882,3	630,6	3.487,6	764,1
2009 I	103,2	969,6	4.847,2	1.339,0	981,0	2.527,3	4.888,8	640,8	3.486,3	761,6
2009 Abr	101,7	961,4	4.840,8	1.323,4	986,8	2.530,6	4.888,1	635,2	3.488,1	764,7
May	101,6	977,2	4.827,3	1.316,5	982,0	2.528,8	4.887,2	633,7	3.486,6	766,9
Jun	105,5	1.022,2	4.789,6	1.286,8	975,8	2.527,0	4.891,2	635,4	3.487,7	768,1
Jul	97,4	1.012,6	4.764,5	1.254,7	968,9	2.541,0	4.892,7	632,1	3.493,7	766,9
Ago ^(p)	94,7	996,4	4.766,5	1.256,5	963,6	2.546,3	4.900,3	630,7	3.500,6	769,0
Operaciones										
2007	16,8	177,2	555,0	145,2	156,0	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,2	90,3	421,0	87,9	120,1	213,1	80,3	10,7	52,2	17,4
2009 I	-3,9	-15,3	13,0	-40,4	14,1	39,3	-7,5	2,5	-8,6	-1,4
II	3,8	53,1	-40,2	-47,0	0,3	6,4	3,6	-5,0	2,6	6,0
2009 Abr	-1,5	-9,3	-3,6	-15,0	6,3	5,1	-3,2	-5,7	1,0	1,5
May	0,1	19,9	-3,9	-4,0	-2,0	2,1	2,1	-1,0	0,1	3,0
Jun	5,2	42,6	-32,7	-27,9	-3,9	-0,8	4,7	1,7	1,6	1,5
Jul	-8,2	-10,3	-21,9	-31,3	-5,7	15,1	5,8	-0,2	6,4	-0,5
Ago ^(p)	-2,6	-15,3	3,3	2,9	-5,7	6,1	8,4	0,8	5,5	2,1
Tasas de crecimiento										
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,7	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 Dic	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Mar	-5,5	3,5	6,2	-0,3	11,1	8,2	0,4	0,9	0,1	1,3
2009 Abr	-2,0	0,5	5,2	-1,7	10,7	7,1	0,0	-0,5	-0,2	1,5
May	-3,0	-0,1	4,4	-2,6	9,7	6,4	-0,2	-0,7	-0,5	1,8
Jun	1,2	1,7	2,8	-5,3	7,4	5,8	0,2	-0,8	0,1	1,5
Jul	-3,2	-0,1	1,6	-8,3	6,1	5,5	0,0	-1,0	-0,1	1,4
Ago ^(p)	-8,2	-1,0	0,7	-8,9	3,9	5,0	-0,2	-0,9	-0,4	1,4

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

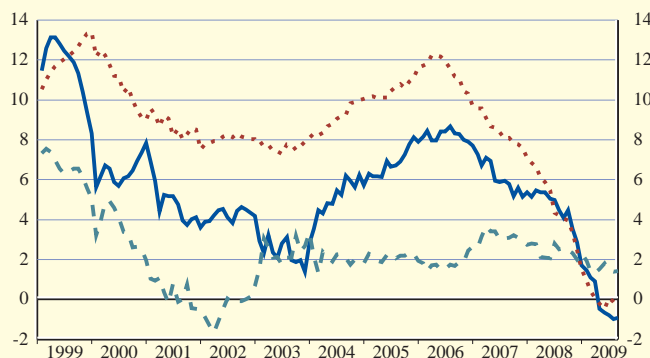
- Otros intermediarios financieros
- Sociedades no financieras



C6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	92,3	68,5	5,7	18,0	960,5	553,9	168,8	237,8	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 I	102,1	75,7	6,2	20,2	986,1	568,6	180,0	237,5	4.843,0	1.336,2	981,4	2.525,3
2009 May	105,7	78,9	5,7	21,0	993,3	575,7	179,4	238,3	4.826,3	1.312,4	982,8	2.531,2
Jun	108,3	83,1	7,5	17,7	1.022,8	597,8	183,0	242,1	4.804,2	1.300,8	975,9	2.527,5
Jul	101,2	76,2	7,4	17,7	1.009,4	576,6	186,1	246,7	4.785,7	1.268,9	972,1	2.544,7
Ago ^(p)	94,6	69,6	7,9	17,2	981,8	552,2	182,5	247,1	4.753,1	1.244,7	963,0	2.545,4
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	91,1	27,2	21,5	42,4	421,7	87,6	120,1	213,9
2009 I	6,5	5,8	0,6	0,1	18,6	10,0	11,1	-2,6	2,3	-41,1	14,8	28,6
II	7,7	7,5	1,3	-1,1	37,3	31,3	1,7	4,3	-21,3	-30,2	0,0	8,9
2009 May	2,1	1,8	0,0	0,4	13,9	15,4	-0,2	-1,2	-8,5	-12,9	-0,8	5,2
Jun	4,0	4,1	1,9	-2,0	27,1	22,7	1,9	2,5	-17,0	-9,7	-4,6	-2,7
Jul	-7,1	-6,9	-0,2	0,0	-14,2	-21,5	2,9	4,5	-15,4	-31,1	-2,6	18,3
Ago ^(p)	-6,6	-6,6	0,5	-0,5	-26,7	-23,2	-4,2	0,7	-31,2	-23,2	-9,5	1,5
Tasas de crecimiento												
2008 Dic	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,6	5,4	14,6	22,1	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 Mar	-5,2	-7,2	-18,0	10,4	3,4	-5,3	19,6	17,3	6,3	-0,3	11,1	8,2
2009 May	-3,2	-4,4	-22,7	11,2	-0,1	-9,2	16,7	15,8	4,4	-2,6	9,7	6,4
Jun	1,3	1,5	-1,1	3,2	1,6	-4,7	13,3	11,6	2,8	-5,3	7,4	5,8
Jul	-3,2	-5,5	16,3	1,6	0,0	-6,1	12,6	7,8	1,6	-8,3	6,1	5,5
Ago ^(p)	-8,2	-11,3	19,5	-3,3	-1,0	-7,1	9,6	7,5	0,8	-8,9	3,9	5,0

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2008	4.888,4	632,8	138,8	196,1	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	765,2	155,0	90,5	519,6
2009 I	4.879,1	637,8	136,3	199,9	301,7	3.480,9	16,3	65,6	3.399,0	760,4	150,7	88,7	521,0
2009 May	4.878,6	632,4	133,3	197,6	301,4	3.481,6	16,2	65,4	3.400,0	764,7	147,2	88,9	528,6
Jun	4.899,1	638,9	136,0	199,0	303,9	3.487,6	16,1	65,8	3.405,6	772,7	154,0	88,4	530,3
Jul	4.903,0	635,8	134,7	198,4	302,7	3.499,5	16,1	65,9	3.417,5	767,7	146,8	88,8	532,1
Ago ^(p)	4.901,8	631,2	133,5	196,7	301,0	3.502,7	16,1	66,0	3.420,7	767,8	146,0	88,2	533,6
Operaciones													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	227,4	0,9	2,3	224,1	20,1	1,7	4,4	14,0
2008	79,6	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,6	1,1	-3,8	54,3	17,4	2,5	-5,3	20,2
2009 I	-23,2	-2,7	-2,4	-2,1	1,8	-16,8	-0,9	-3,3	-12,5	-3,7	-4,2	-1,5	2,1
II	21,2	1,4	0,0	-0,6	2,0	7,9	-0,5	0,2	8,1	11,9	3,7	0,0	8,2
2009 May	6,4	-0,6	-1,1	-0,3	0,8	3,7	0,0	-0,1	3,8	3,3	-0,7	0,0	4,0
Jun	21,3	6,4	2,9	1,4	2,2	6,5	-0,1	0,5	6,1	8,3	6,9	-0,3	1,7
Jul	8,2	0,1	-1,1	0,5	0,7	12,4	0,0	0,1	12,2	-4,3	-7,1	0,4	2,4
Ago ^(p)	-0,4	-2,3	-0,9	-1,6	0,1	1,8	-0,1	0,0	1,9	0,2	-0,8	-0,5	1,5
Tasas de crecimiento													
2008 Dic	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,1
2009 Mar	0,4	0,9	0,2	-4,5	5,1	0,1	1,0	-9,0	0,3	1,3	-0,2	-7,2	3,5
2009 May	-0,1	-0,7	-1,8	-6,0	3,7	-0,5	0,1	-9,2	-0,3	1,8	-0,7	-4,8	3,9
Jun	0,2	-0,8	-2,2	-5,3	3,1	0,1	-0,3	-8,7	0,3	1,5	-1,9	-5,5	3,8
Jul	0,0	-1,0	-2,6	-4,9	2,5	-0,1	0,2	-8,7	0,0	1,4	-2,7	-4,9	3,8
Ago ^(p)	-0,2	-0,9	-1,9	-5,3	2,5	-0,4	-1,0	-8,4	-0,2	1,4	-3,1	-4,3	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 ^{1), 2)}

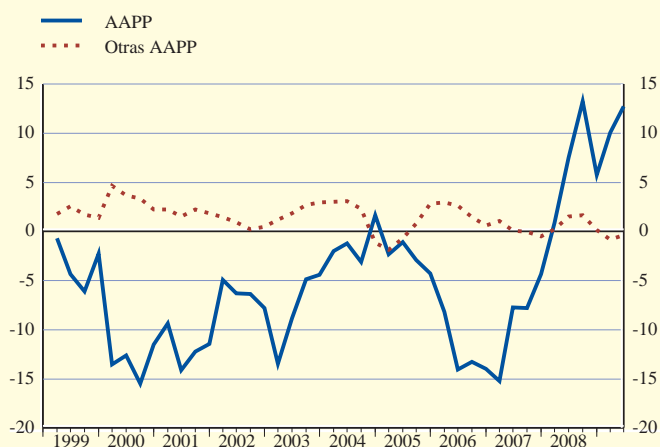
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 III	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
IV	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 I	970,7	232,8	205,6	511,3	21,0	3.056,6	2.100,4	956,2	59,2	896,9
II ^(p)	998,5	249,1	206,5	520,6	22,3	2.954,3	2.018,1	935,7	57,4	878,3
Operaciones										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 III	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
IV	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 I	2,0	5,5	-4,4	2,3	-1,2	-236,8	-211,7	-25,3	0,3	-25,6
II ^(p)	28,3	16,7	0,9	9,4	1,3	-65,0	-59,1	-6,1	-0,7	-5,4
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 Sep	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 Mar	1,5	10,0	-3,6	3,6	-43,5	-14,2	-16,7	-8,3	-3,3	-8,6
Jun ^(p)	2,6	12,7	-4,1	5,2	-46,9	-13,6	-15,8	-8,4	-6,8	-8,5

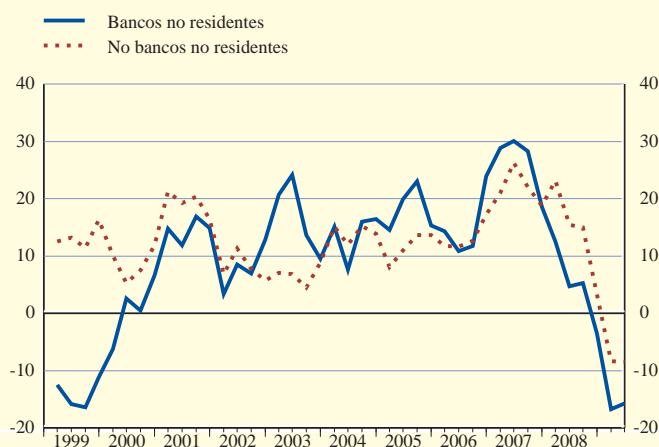
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

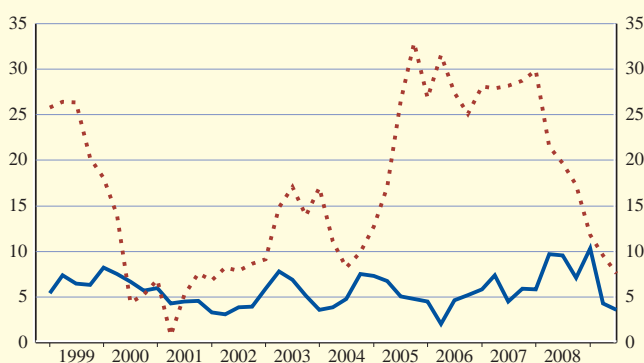
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 I	763,5	91,7	99,8	546,8	2,3	1,5	21,4	1.838,8	333,3	350,8	905,4	14,4	0,0	234,7
2009 Abr	766,0	90,1	101,2	550,6	1,8	1,5	20,8	1.866,7	326,2	372,7	914,6	15,0	0,0	238,1
May	759,0	83,6	100,5	551,9	1,9	1,5	19,7	1.854,2	309,0	364,7	926,5	14,7	0,0	239,2
Jun	753,3	85,4	93,7	552,0	1,7	1,5	19,0	1.891,8	335,5	343,3	943,8	14,1	0,0	255,0
Jul	752,3	86,2	93,7	552,1	1,8	1,5	16,9	1.854,1	315,5	346,9	945,6	14,6	0,0	231,4
Ago ^(p)	751,5	87,1	89,8	552,6	1,8	1,5	18,7	1.833,2	303,3	353,2	938,8	14,5	0,1	223,3
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	30,9	8,8	-68,4	50,6	2,1	0,0	37,7
II	-10,1	-6,3	-6,1	5,2	-0,5	0,0	-2,4	57,4	19,9	-19,8	37,0	-0,2	0,0	20,4
2009 Abr	2,3	-1,7	1,3	3,8	-0,5	0,0	-0,6	26,6	9,3	6,6	6,7	0,6	0,0	3,4
May	-6,7	-6,4	-0,6	1,3	0,1	0,0	-1,1	-5,8	-15,7	-4,5	13,5	-0,2	0,0	1,2
Jun	-5,8	1,8	-6,8	0,1	-0,1	0,0	-0,7	36,6	26,4	-21,9	16,8	-0,6	0,0	15,8
Jul	-1,0	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	-2,1	-37,6	-19,9	3,6	1,9	0,5	0,0	-23,6
Ago ^(p)	-0,6	0,9	-3,9	0,5	0,0	0,0	1,8	-19,4	-12,0	6,7	-6,0	-0,1	0,1	-8,1
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Dic	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 Mar	4,3	8,9	13,9	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-2,2	-2,3	13,6	6,4	-	39,4
2009 Abr	4,8	16,6	10,4	2,8	-13,5	-	-8,1	9,0	7,5	-8,9	13,5	4,2	-	31,9
May	4,1	16,6	6,7	2,7	-1,0	-	-9,5	7,5	0,1	-9,0	12,6	14,3	-	32,0
Jun	3,6	12,8	6,1	2,4	-13,3	-	-4,1	7,6	3,0	-14,4	12,7	15,6	-	39,9
Jul	3,6	20,1	3,6	2,3	-3,2	-	-16,0	5,3	8,5	-21,7	12,8	1,9	-	30,3
Ago ^(p)	4,3	27,4	1,2	2,3	3,8	-	-4,3	3,9	9,7	-23,5	12,7	11,7	-	21,8

C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

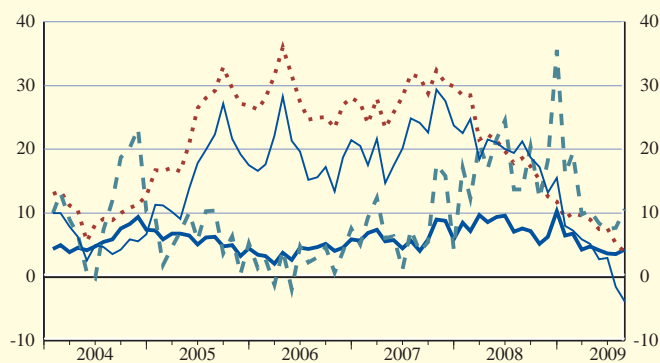
— Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
 Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Esta categoría incluye fondos de pensiones.

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

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

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

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

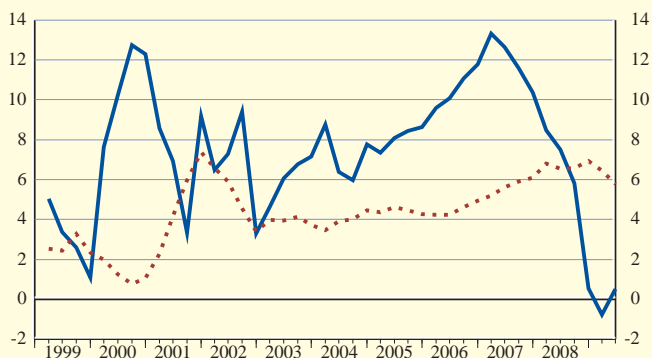
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 3 meses	Más de 3 meses			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.516,5	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 I	1.487,2	877,8	480,5	71,0	38,7	1,3	17,9	5.447,9	1.900,3	1.281,3	524,4	1.565,5	114,9	61,4
2009 Abr	1.504,5	881,3	486,1	72,3	43,7	1,4	19,7	5.483,9	1.957,9	1.242,2	527,9	1.583,2	115,8	56,8
May	1.514,3	897,0	475,6	72,6	47,3	1,4	20,4	5.498,6	1.986,5	1.214,9	531,6	1.594,2	117,3	54,2
Jun	1.530,5	922,8	464,3	72,3	50,1	1,5	19,6	5.507,2	2.012,1	1.186,6	535,4	1.604,0	118,2	50,9
Jul	1.530,6	918,8	463,2	74,4	54,4	1,5	18,4	5.517,4	2.030,1	1.155,2	543,9	1.617,9	119,4	50,9
Ago ⁵⁾	1.541,2	934,7	455,3	76,4	56,8	1,5	16,5	5.509,0	2.033,2	1.123,0	552,0	1.632,5	120,1	48,1
Operaciones														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,5	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 I	-39,3	-17,4	-32,2	5,0	11,1	0,0	-5,8	41,2	64,3	-80,3	3,9	75,1	0,5	-22,2
II	47,2	47,7	-15,1	1,4	11,4	0,1	1,7	60,1	111,1	-93,3	11,0	39,2	2,7	-10,6
2009 Abr	17,7	4,2	5,2	1,3	5,1	0,0	1,9	34,5	56,5	-39,4	3,5	18,3	0,3	-4,7
May	13,0	17,4	-9,0	0,5	3,5	0,0	0,6	16,9	28,9	-25,7	3,7	11,1	1,4	-2,6
Jun	16,5	26,0	-11,3	-0,3	2,8	0,1	-0,8	8,6	25,6	-28,3	3,8	9,8	1,0	-3,3
Jul	0,2	-4,0	-1,1	2,1	4,3	0,0	-1,2	10,1	17,8	-31,4	8,5	14,0	1,1	0,1
Ago ⁵⁾	11,3	16,3	-7,5	2,1	2,5	0,0	-1,9	-8,2	3,3	-32,1	8,1	14,7	0,8	-2,8
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Dic	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Mar	-0,8	1,2	-6,6	13,4	31,5	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,2	-4,6	6,6	4,7	-35,8
2009 Abr	-0,4	2,6	-9,6	14,2	54,1	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,2	7,9	6,2	-41,8
May	-0,8	2,9	-12,0	13,5	68,4	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
Jun	0,5	4,8	-11,7	12,5	79,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,5	-0,1	9,5	10,5	-48,4
Jul	1,4	7,2	-13,5	13,2	107,2	5,4	-20,0	5,5	13,3	-6,7	2,1	11,2	12,1	-52,5
Ago ⁵⁾	2,2	9,8	-15,7	16,5	119,7	5,2	-28,8	5,2	15,1	-11,5	3,9	12,3	14,0	-56,5

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

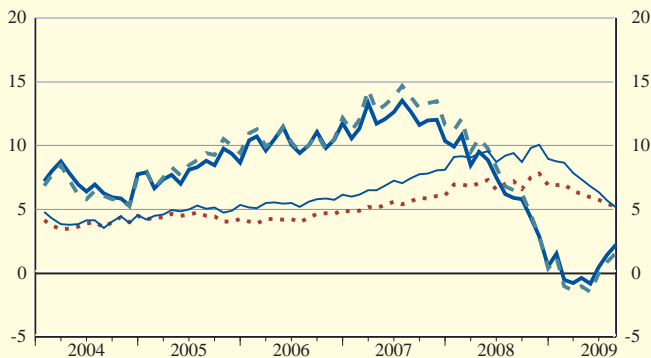
— Sociedades no financieras (total)
 Hogares (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

— Sociedades no financieras (total)
 Hogares (total)
 - - - Sociedades no financieras (incluidas en M3)⁴⁾
 — Hogares (incluidos en M3)⁵⁾



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

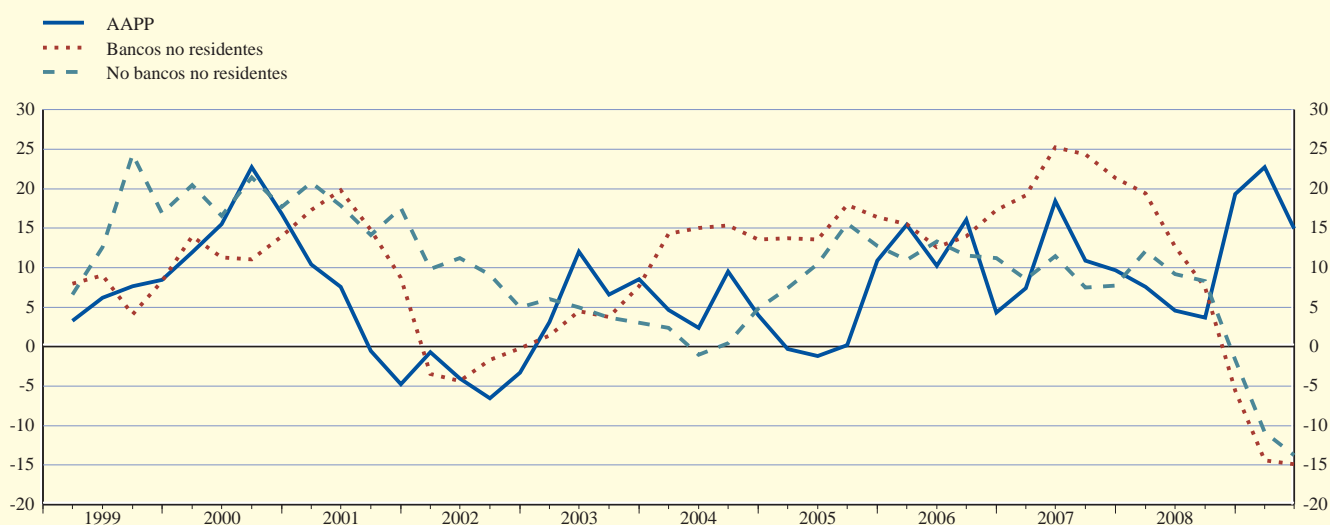
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 III	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
IV	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 I	464,2	216,2	50,6	114,3	83,0	3.660,2	2.780,9	879,3	63,6	815,7
II ^(p)	475,9	227,5	48,9	117,8	81,6	3.560,7	2.699,3	861,4	62,5	798,9
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 III	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
IV	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 I	15,4	22,5	-1,7	-2,5	-2,9	-106,9	-75,6	-31,3	-2,6	-28,7
II ^(p)	11,3	11,3	-1,6	3,5	-1,9	-58,6	-46,9	-11,6	-0,8	-10,8
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,3
2008 Sep	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
Dic	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 Mar	22,7	52,6	2,2	5,3	6,5	-13,6	-14,5	-10,8	-24,0	-8,7
Jun ^(p)	15,0	43,9	-13,0	3,9	-4,9	-14,6	-14,9	-13,7	-24,0	-12,2

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

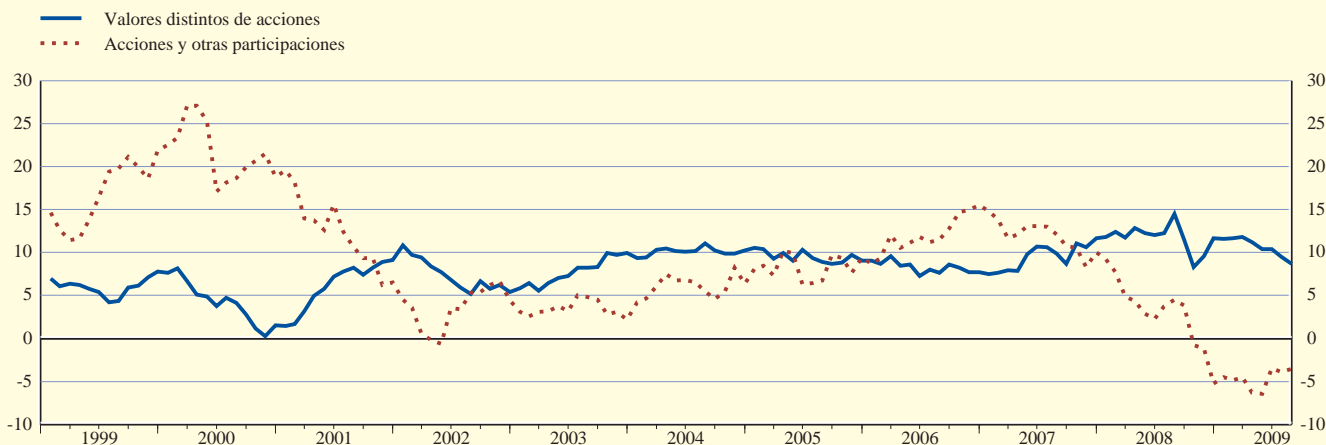
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,2	776,5	277,4
2009 I	6.135,8	1.982,3	103,5	1.366,7	20,6	1.396,3	50,6	1.215,7	1.456,8	424,6	760,9	271,3
2009 Abr	6.211,4	2.013,8	101,8	1.384,2	20,9	1.422,2	50,9	1.217,6	1.491,8	432,0	785,6	274,1
May	6.239,3	2.037,5	105,7	1.402,8	19,2	1.429,9	47,5	1.196,7	1.488,8	431,8	782,8	274,1
Jun	6.273,4	2.014,1	106,4	1.446,2	20,3	1.440,9	47,3	1.198,2	1.474,5	429,5	769,1	275,9
Jul	6.286,5	2.031,5	107,6	1.456,8	18,9	1.438,3	48,1	1.185,3	1.487,3	438,9	767,0	281,4
Ago ^(p)	6.301,9	2.029,8	105,4	1.458,6	17,9	1.441,0	47,5	1.201,7	1.496,4	450,8	763,1	282,4
Operaciones												
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,4	-50,5
2009 I	253,0	95,3	8,6	133,7	0,4	39,7	-2,7	-22,0	-4,7	3,2	-4,6	-3,4
II	160,1	32,0	3,7	84,1	0,3	48,7	-2,0	-6,8	16,1	8,4	4,2	3,4
2009 Abr	65,8	31,2	-3,2	17,6	0,1	27,5	-0,3	-7,2	28,6	5,7	21,1	1,8
May	64,1	24,4	6,8	23,1	-0,8	9,6	-1,4	2,5	1,3	4,9	-3,4	-0,3
Jun	30,3	-23,6	0,1	43,4	1,0	11,6	-0,2	-2,1	-13,8	-2,2	-13,5	1,9
Jul	16,1	20,6	1,2	8,0	-1,4	-3,8	0,5	-9,1	6,0	6,6	-6,1	5,4
Ago ^(p)	18,1	-3,8	-1,2	0,3	-1,0	1,3	-0,2	22,7	4,1	10,3	-6,5	0,3
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Dic	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Mar	11,8	14,4	10,7	12,5	16,4	30,2	3,1	-5,2	-4,5	0,6	-6,6	-6,4
2009 Abr	11,2	14,9	2,7	12,8	20,3	28,7	-3,9	-7,0	-6,3	0,6	-9,6	-6,6
May	10,4	13,5	2,0	14,0	18,4	26,5	-6,8	-8,0	-6,5	-0,8	-9,3	-6,7
Jun	10,4	11,8	1,4	18,0	19,3	24,3	-6,2	-8,0	-3,5	1,0	-5,7	-4,0
Jul	9,5	11,8	-1,6	18,2	12,4	22,0	-6,0	-9,7	-3,9	2,2	-8,6	0,6
Ago ^(p)	8,7	10,7	-1,8	18,3	13,8	19,1	-6,7	-9,2	-3,5	5,8	-9,4	-0,1

C14 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

(mm de euros)

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

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

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

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

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009 I	-14,4	-0,5	-0,1	-3,1	0,0	-2,8	0,4	-8,3	-16,0	-3,5	-11,4	-1,1
II	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,6	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
2009 Abr	-0,3	1,1	0,1	-0,2	0,0	-1,8	0,2	0,3	6,5	1,7	3,6	1,1
May	-2,1	1,2	0,0	-2,0	-0,2	0,2	0,0	-1,5	2,2	0,8	1,2	0,2
Jun	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Jul	6,7	1,0	0,1	2,7	0,0	0,9	0,2	1,8	6,8	2,9	3,9	0,1
Ago ^(p)	6,8	1,8	0,1	1,4	0,0	1,5	0,0	1,9	5,0	1,6	2,7	0,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
De residentes en la zona del euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 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	6.606,6	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	10.001,6	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
II ^(p)	6.628,8	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.158,8	97,0	3,0	1,8	0,3	0,1	0,5
De no residentes en la zona del euro														
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,5	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 III	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
IV	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 I	2.780,9	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,3	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
II ^(p)	2.699,3	49,0	51,0	32,8	1,9	2,6	10,9	861,4	51,9	48,1	33,1	1,3	1,8	7,7

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 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	5.197,9	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
II ^(p)	5.224,2	83,5	16,5	8,4	1,9	1,8	2,6

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

3. Préstamos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A residentes en la zona del euro														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 III	6.355,5	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
IV	6.317,7	-	-	-	-	-	11.735,7	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 I	6.126,7	-	-	-	-	-	11.780,9	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
II ^(p)	6.226,3	-	-	-	-	-	11.833,0	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 III	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
IV	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 I	2.100,4	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,2	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
II ^(p)	2.018,1	45,5	54,5	29,5	2,9	3,1	13,5	935,7	39,5	60,5	43,0	0,9	4,0	7,8

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emitidos por residentes en la zona del euro														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 III	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
IV	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 I	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,3	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
II ^(p)	2.120,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,3	2.954,7	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,3	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 III	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
IV	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 I	597,9	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,9	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
II ^(p)	570,1	55,3	44,7	24,7	1,7	1,4	14,4	628,2	33,5	66,5	40,3	4,2	0,9	16,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

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

2. Pasivo

	Total	Depósitos y préstamos recibidos	Participaciones en fondos de inversión	Otros pasivos
	1	2	3	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 ^(p)	4.095,6	74,6	3.836,6	184,4

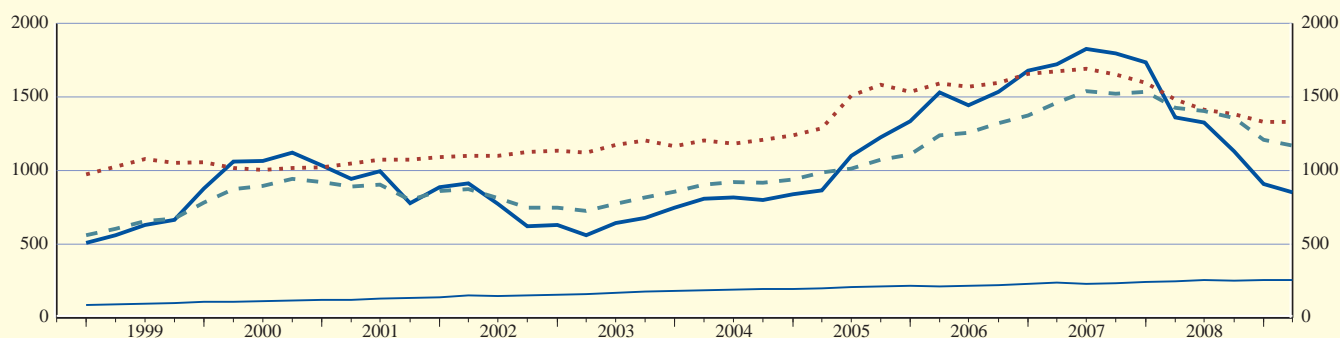
3. Total activo/pasivo: detalle por política de inversión y tipo de inversor

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

CI5 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)

- Fondos de renta variable
- Fondos de renta fija
- - - Fondos mixtos
- Fondos inmobiliarios



Fuente: BCE.

1) Distintos de fondos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las Notas Generales.

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor

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

1. Fondos según su política de inversión

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

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
Fondos abiertos al público							
2007 IV	4.346,8	280,2	1.337,7	1.717,7	570,2	149,1	291,8
2008 I	3.780,2	278,0	1.219,2	1.362,3	514,7	154,1	252,0
II	3.649,3	264,9	1.178,3	1.327,0	486,0	155,0	238,1
III	3.343,0	265,4	1.105,7	1.140,8	441,4	152,4	237,3
IV	2.950,7	244,6	1.037,6	933,0	382,6	146,7	206,2
2009 I ^(p)	2.825,4	243,5	1.029,9	864,7	342,8	144,5	199,9
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 ^(p)	1.270,2	101,1	669,4	179,7	186,9	57,8	75,3

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						421,2
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						11,0
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.047,9	102,7	663,6	52,0	229,7	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	24,2	2,7	14,2	3,6	3,8	
Consumo de capital fijo	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	777,7	42,7	288,7	380,7	65,6	109,5
Intereses	481,8	40,4	83,1	292,7	65,6	66,7
Otra renta de la propiedad	295,8	2,3	205,6	87,9	0,0	42,8
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	231,0	201,3	23,9	5,6	0,2	1,3
Cotizaciones sociales	403,2	403,2				0,6
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	422,2	1,4	15,6	31,7	373,6	0,7
Otras transferencias corrientes	192,5	71,3	25,2	45,9	50,1	8,1
Primas netas de seguros no vida	43,7	31,8	10,3	0,9	0,7	1,4
Indemnizaciones de seguros no vida	43,8			43,8		0,6
Otras	105,0	39,5	14,9	1,2	49,4	6,1
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.743,6	1.279,3			464,2	
Gasto en consumo individual	1.562,6	1.279,3			283,3	
Gasto en consumo colectivo	181,0				181,0	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,3	0,1	0,2	15,0	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	456,1	140,8	256,2	12,9	46,3	
Formación bruta de capital fijo	438,3	138,2	241,3	12,7	46,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	17,9	2,6	14,9	0,2	0,2	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,6	-1,4	1,3	0,1	0,6	-0,6
Transferencias de capital	34,4	6,1	-0,2	1,2	27,3	3,7
Impuestos sobre el capital	5,0	4,8	0,2	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	29,4	1,3	-0,3	1,2	27,3	3,7
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-54,3	83,8	-47,0	31,4	-122,5	54,3
Discrepancia estadística	0,0	13,1	-13,1	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						432,1
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	1.963,9	479,2	1.103,4	103,0	278,3	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	224,8					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.188,7					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Remuneración de los asalariados	1.050,4	1.050,4				2,1
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	247,2				247,2	1,9
Renta de la propiedad	763,5	262,2	96,0	383,9	21,3	123,6
Intereses	463,4	72,4	48,3	334,9	7,9	85,1
Otra renta de la propiedad	300,1	189,9	47,8	49,1	13,4	38,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	231,9				231,9	0,4
Cotizaciones sociales	402,7	1,1	15,6	47,4	338,6	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	419,6	419,6				3,4
Otras transferencias corrientes	163,9	91,4	10,4	45,0	17,2	36,7
Primas netas de seguros no vida	43,8			43,8		1,3
Indemnizaciones de seguros no vida	42,8	34,2	7,7	0,7	0,3	1,6
Otras	77,3	57,2	2,8	0,5	16,9	33,8
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,3	15,3				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,9	14,8	16,0	0,7	4,4	2,2
Impuestos sobre el capital	5,0				5,0	0,0
Otras transferencias de capital	30,9	14,8	16,0	0,7	-0,6	2,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscapacidad estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 I								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.629,4	14.160,4	23.728,5	9.484,6	5.963,5	3.159,6	14.898,2
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				221,8				
Efectivo y depósitos		6.120,0	1.835,6	2.393,9	1.800,1	874,8	641,5	4.206,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		60,3	94,3	154,5	327,8	331,2	37,6	855,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.256,5	213,8	4.253,6	1.631,7	2.017,2	322,8	2.942,3
Préstamos		65,7	2.531,9	12.755,1	2.112,2	364,8	442,6	1.775,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		47,7	1.404,8	9.679,5	1.684,7	287,6	354,5	.
Acciones y otras participaciones		3.750,4	6.067,4	1.599,1	3.413,1	1.919,6	1.136,0	4.434,8
Acciones cotizadas		611,6	1.106,3	470,7	1.505,7	426,0	263,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.820,0	4.652,7	915,5	1.374,8	433,0	751,9	.
Participaciones en fondos de inversión		1.318,9	308,5	212,9	532,6	1.060,6	120,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.148,6	136,9	1,8	0,0	142,3	3,1	149,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		227,9	3.280,4	2.348,6	199,6	313,5	575,9	533,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		101,5	-5,9	-116,1	118,4	54,8	94,6	-131,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,9				0,9
Efectivo y depósitos		27,3	-41,6	-223,9	59,4	-1,4	92,8	-188,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-14,8	-7,9	-9,1	3,2	7,4	-11,6	45,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		37,3	-18,0	161,2	9,7	32,3	-4,6	67,3
Préstamos		-1,1	80,9	-31,1	75,0	2,8	4,3	-31,9
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-1,1	62,4	19,9	76,9	10,6	4,4	.
Acciones y otras participaciones		12,4	77,2	-5,5	-35,3	2,8	10,5	21,6
Acciones cotizadas		3,0	26,7	-3,1	-30,7	-0,2	2,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,4	38,2	16,1	27,3	4,4	7,9	.
Participaciones en fondos de inversión		3,0	12,3	-18,4	-31,8	-1,3	0,2	.
Reservas técnicas de seguro		42,6	1,2	0,0	0,0	3,7	0,0	-10,5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2,3	-97,8	-6,9	6,4	7,2	3,3	-36,4
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-264,6	-348,9	58,5	-91,9	-71,2	-44,1	-41,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				24,4				
Efectivo y depósitos		14,4	-3,4	25,4	5,8	4,2	0,0	47,2
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,5	-0,2	-1,3	7,7	0,3	-0,5	0,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		-2,0	-8,7	13,6	-5,2	1,8	-1,1	0,0
Préstamos		0,0	8,3	23,1	6,1	-4,3	0,0	-1,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	5,6	15,6	4,1	-2,5	-0,1	.
Acciones y otras participaciones		-247,1	-389,9	-61,6	-107,5	-75,8	-40,1	-98,6
Acciones cotizadas		-89,5	-151,6	-50,4	-75,9	-33,1	-42,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-120,8	-225,0	-33,3	-54,5	-23,2	5,3	.
Participaciones en fondos de inversión		-36,8	-13,3	22,1	22,9	-19,5	-3,4	.
Reservas técnicas de seguro		-36,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		7,2	45,1	34,8	1,2	2,6	-2,5	7,8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		16.466,3	13.805,6	23.670,9	9.511,0	5.947,1	3.210,0	14.724,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				245,2				
Efectivo y depósitos		6.161,7	1.790,6	2.195,4	1.865,3	877,7	734,4	4.065,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,0	86,2	144,2	338,6	338,9	25,6	902,4
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.291,9	187,1	4.428,4	1.636,2	2.051,2	317,1	3.009,5
Préstamos		64,6	2.621,1	12.747,2	2.193,4	363,3	446,8	1.742,7
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		46,7	1.472,8	9.715,0	1.765,7	295,8	358,8	.
Acciones y otras participaciones		3.515,8	5.754,8	1.532,0	3.270,3	1.846,6	1.106,4	4.357,8
Acciones cotizadas		525,1	981,4	417,1	1.399,1	392,7	223,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.705,5	4.465,9	898,3	1.347,6	414,2	765,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.285,1	307,5	216,6	523,6	1.039,7	117,8	.
Reservas técnicas de seguro		5.154,6	138,1	1,9	0,0	146,1	3,1	141,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		232,8	3.227,6	2.376,6	207,2	323,2	576,6	505,2
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 I								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.357,4	22.408,4	23.111,9	9.233,0	6.114,7	7.468,4	13.108,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,0	14.889,7	23,5	1,9	254,6	2.676,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			281,6	327,3	125,8	10,9	847,7	268,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			453,9	2.767,8	2.084,2	32,3	4.704,3	2.595,5
Préstamos		5.688,0	8.207,0		1.735,4	212,8	1.257,4	2.947,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.354,4	5.600,8		805,1	72,1	1.071,6	.
Acciones y otras participaciones			10.273,1	2.445,9	5.057,2	459,6	4,3	4.080,3
Acciones cotizadas			2.866,1	375,2	111,7	165,2	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.407,0	917,7	1.015,7	293,6	4,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.153,0	3.929,8			.
Reservas técnicas de seguro		33,6	328,7	61,9	0,6	5.156,8	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		635,7	2.838,0	2.619,3	206,2	240,4	399,6	540,3
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.568,0	10.272,0	-8.248,0	616,6	251,5	-151,2	-4.308,9	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		4,6	54,2	-163,1	114,5	74,3	217,1	-185,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,3	-92,4	-2,0	0,2	-8,9	-172,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			0,7	-74,7	-20,9	-0,2	95,4	12,7
Valores distintos de acciones, largo plazo			17,6	31,7	130,4	2,1	154,2	-50,9
Préstamos		-10,2	30,4		55,3	2,9	-1,8	22,2
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		-2,6	79,1		18,6	0,6	-7,3	.
Acciones y otras participaciones			58,9	68,3	-49,3	1,3	0,0	4,5
Acciones cotizadas			9,6	9,6	0,1	0,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			49,2	6,0	20,0	1,3	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				52,7	-69,4			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,2	1,7	0,2	34,8	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		14,7	-53,9	-97,8	0,8	33,1	-21,8	-1,6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-54,3	96,9	-60,1	47,0	3,8	-19,4	-122,5	54,3
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		1,6	-636,1	87,1	-100,5	-115,5	8,5	-73,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	67,4	0,0	0,0	-0,1	26,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			2,1	5,1	0,4	0,0	-0,7	-0,5
Valores distintos de acciones, largo plazo			1,0	5,9	-12,1	-3,7	6,9	0,3
Préstamos		0,6	12,5		17,3	3,4	0,3	-2,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		1,8	12,3		12,7	2,8	0,3	.
Acciones y otras participaciones			-695,0	-69,1	-114,0	-58,2	-0,1	-84,1
Acciones cotizadas			-358,6	-66,9	-21,6	-42,8	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			-336,4	0,4	-25,0	-15,3	-0,1	.
Participaciones en fondos de inversión				-2,6	-67,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	-33,9	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		1,0	43,3	77,7	7,9	-23,1	2,3	-12,9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-7,3	-266,2	287,3	-28,6	8,6	44,3	-52,7	31,7
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.363,6	21.826,5	23.035,8	9.247,1	6.073,5	7.694,1	12.849,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,3	14.864,8	21,5	2,1	245,6	2.530,6
Valores distintos de acciones, corto plazo			284,4	257,7	105,3	10,7	942,4	280,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			472,5	2.805,4	2.202,5	30,7	4.865,5	2.544,9
Préstamos		5.678,5	8.249,9		1.808,1	219,1	1.256,0	2.967,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		5.353,6	5.692,2		836,5	75,5	1.064,7	.
Acciones y otras participaciones			9.637,0	2.445,1	4.894,0	402,8	4,2	4.000,7
Acciones cotizadas			2.517,1	318,0	90,1	122,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.119,9	924,0	1.010,7	279,6	4,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.203,1	3.793,2			.
Reservas técnicas de seguro		33,7	328,9	63,6	0,8	5.157,7	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		651,4	2.827,4	2.599,2	215,0	250,4	380,0	525,8
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.629,6	10.102,7	-8.020,9	635,1	263,9	-126,4	-4.484,0	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

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

	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.331,0	1.407,3	1.486,6	1.506,2	1.525,8	1.541,9	1.550,8	1.540,2
Intereses, recursos (+)	230,6	269,1	306,1	316,9	328,9	339,5	342,1	332,2
Intereses, empleos (-)	130,8	165,5	209,4	217,6	226,0	233,1	231,9	216,0
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	717,8	761,2	802,5	806,5	813,7	819,6	812,8	811,1
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7	9,7	9,8
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,0	793,4	851,9	866,7	882,4	889,7	892,3	889,8
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,9	1.535,6	1.594,0	1.609,6	1.625,9	1.643,6	1.658,4	1.667,3
Prestaciones sociales netas (+)	1.491,8	1.540,9	1.583,3	1.596,2	1.611,1	1.630,3	1.647,2	1.670,3
Transferencias corrientes netas (+)	66,8	67,4	70,7	71,2	74,2	75,6	77,3	77,9
= Renta disponible bruta	5.395,6	5.616,9	5.844,1	5.902,0	5.968,2	6.034,4	6.075,5	6.091,7
Gasto en consumo final (-)	4.693,4	4.899,7	5.088,5	5.141,3	5.193,7	5.246,2	5.262,1	5.249,2
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	59,2	59,8	61,1	63,8	65,8	66,5	67,5
= Ahorro bruto	762,8	776,4	815,4	821,8	838,3	854,0	880,0	910,0
Consumo de capital fijo (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Transferencias de capital netas (+)	24,1	22,3	15,0	15,9	16,4	16,6	16,4	16,0
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	510,6	563,9	37,3	-760,9	-1.167,5	-1.346,4	-1.785,1	-1.417,9
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	546,6	600,4	639,4	643,8	645,3	644,3	635,1	617,2
Consumo de capital fijo (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,4	305,7	421,0	443,8	421,5	427,5	438,0	386,0
Efectivo y depósitos	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8	400,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6	2,1
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,3	20,8	31,6	24,8	24,6	22,5	10,8	-16,5
Activos a largo plazo	426,0	350,1	186,9	122,4	123,6	71,4	33,1	78,7
Depósitos	-4,7	0,8	-29,5	-34,8	-35,9	-39,7	-32,4	-18,3
Valores distintos de acciones	0,5	69,9	9,7	29,6	60,5	69,1	49,0	59,6
Acciones y otras participaciones	136,6	-33,7	-61,8	-119,2	-127,5	-169,2	-158,2	-122,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	70,3	-11,1	8,8	-20,2	-13,6	-31,6	-17,0	0,1
Participaciones en fondos de inversión	66,2	-22,5	-70,5	-99,0	-113,9	-137,6	-141,2	-122,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	293,7	313,1	268,5	246,7	226,5	211,1	174,6	159,6
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	397,7	396,8	351,1	318,1	288,1	251,2	200,6	141,7
de los cuales, de IFM de la zona del euro	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9	17,2
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	446,5	509,9	10,9	-681,4	-1.024,3	-1.065,1	-1.394,2	-1.111,6
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	105,5	54,7	-2,0	-80,2	-129,9	-182,7	-250,7	-210,6
Otros flujos netos (+)	-35,7	-61,3	-37,4	-53,3	-60,9	-120,0	-149,5	-109,9
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Balance financiero								
Activos financieros (+)	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 ²⁾	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
de los cuales, de IFM de la zona del euro	10.734,3	11.551,8	11.797,4	11.218,3	10.996,5	10.651,1	10.272,0	10.102,7
= Riqueza financiera neta								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2005	2006	2007	2007 II- 2008 I	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.175,6	4.380,6	4.631,9	4.683,7	4.740,1	4.777,8	4.780,5	4.722,8
Remuneración de los asalariados (-)	2.478,4	2.591,8	2.719,7	2.754,1	2.784,9	2.814,5	2.835,3	2.831,5
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	73,0	75,9	81,3	81,7	82,4	83,5	80,4	79,0
= Excedente bruto de explotación (+)	1.624,1	1.712,9	1.830,8	1.848,0	1.872,8	1.879,8	1.864,8	1.812,2
Consumo de capital fijo (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
= Excedente neto de explotación (+)	952,0	1.009,7	1.089,5	1.098,2	1.113,9	1.111,5	1.087,2	1.026,2
Renta de la propiedad, recursos (+)	437,3	496,1	574,4	587,1	602,3	610,7	614,1	593,8
Intereses, recursos	136,7	162,5	197,6	207,3	215,9	221,2	223,7	217,0
Otra renta de la propiedad, recursos	300,6	333,6	376,8	379,8	386,4	389,5	390,4	376,8
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,3	282,1	339,0	357,7	375,7	392,2	403,0	392,9
= Renta empresarial neta (+)	1.153,1	1.223,7	1.324,9	1.327,5	1.340,5	1.329,9	1.298,2	1.227,0
Renta distribuida (-)	882,6	953,2	1.021,3	1.025,1	1.048,7	1.057,9	1.058,5	1.059,0
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,6	189,2	211,8	213,8	213,9	210,0	192,4	187,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,7	64,9	63,8	63,3	63,2	62,9	63,0
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,5	62,4	62,7	62,5	62,4	62,3	62,2
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,9	65,9	57,3	57,2	58,2	57,9	57,1	56,8
= Ahorro neto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	255,6	311,1	366,6	372,5	380,5	388,5	376,0	320,0
Formación bruta de capital fijo (+)	920,5	994,0	1.084,1	1.098,6	1.118,5	1.133,6	1.119,9	1.084,5
Consumo de capital fijo (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,2	20,2	23,9	23,8	21,0	23,2	33,6	21,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,3	164,1	161,9	164,2	121,4	94,3	47,8	-26,8
Efectivo y depósitos	113,6	146,1	154,9	127,7	115,9	90,2	16,5	-11,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5	19,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	6,3	15,4	25,2	46,5	14,8	-3,8	-0,2	-35,1
Activos a largo plazo	370,2	475,2	474,1	497,9	500,7	538,1	641,2	640,0
Depósitos	28,0	28,5	24,3	5,3	-25,6	2,8	10,7	17,1
Valores distintos de acciones	-34,9	1,2	-48,2	-88,2	-105,7	-60,2	-36,6	3,5
Acciones y otras participaciones	242,8	261,8	328,0	367,5	389,0	353,7	354,1	325,5
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	134,4	183,7	169,9	213,3	242,9	241,8	313,0	293,9
Otros activos netos (+)	105,6	165,2	208,9	137,5	62,9	-9,1	-78,2	-149,2
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	447,0	757,4	802,5	778,6	733,6	734,4	668,8	553,3
<i>de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro</i>	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0	284,9
<i>de la cual, valores distintos de acciones</i>	13,6	40,1	40,2	37,4	15,9	38,2	42,6	52,4
Acciones y otras participaciones	279,7	256,1	304,3	292,4	241,5	199,4	249,7	225,7
Acciones cotizadas	104,1	42,0	42,2	23,5	-12,6	-29,2	1,8	9,9
Acciones no cotizadas y otras participaciones	175,6	214,1	262,1	269,0	254,1	228,6	247,9	215,7
Transferencias netas de capital, recursos (-)	62,0	72,5	68,4	69,6	73,6	75,7	75,5	77,9
= Ahorro neto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.517,5	1.675,2	1.820,4	1.842,2	1.845,0	1.855,2	1.871,4	1.841,0
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.534,6	1.548,7	1.553,5	1.517,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8	204,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	111,8	123,3	139,1	152,6	127,2	122,1	128,1	119,9
Activos a largo plazo	8.667,0	10.024,9	10.750,3	10.098,1	9.897,4	9.630,1	8.871,7	8.598,8
Depósitos	191,2	223,6	266,8	256,8	243,3	268,7	282,1	273,6
Valores distintos de acciones	281,5	282,9	236,3	170,6	160,9	167,8	180,1	153,5
Acciones y otras participaciones	6.328,5	7.486,0	8.025,8	7.355,1	7.112,3	6.755,7	5.877,6	5.550,7
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.865,9	2.032,4	2.221,5	2.315,7	2.380,9	2.437,9	2.531,9	2.621,1
Otros activos netos (+)	386,5	457,0	638,9	642,0	599,6	608,6	605,3	564,6
Pasivos								
Deuda	7.097,8	7.834,6	8.593,8	8.749,4	8.957,7	9.117,0	9.271,2	9.335,8
<i>de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro</i>	3.429,3	3.878,8	4.418,2	4.559,5	4.683,3	4.775,9	4.841,9	4.840,0
<i>de la cual, valores distintos de acciones</i>	675,7	694,5	695,1	696,0	701,3	716,1	735,5	757,0
Acciones y otras participaciones	10.974,7	12.938,0	13.932,0	12.581,4	12.141,1	11.377,0	10.273,1	9.637,0
Acciones cotizadas	3.712,2	4.491,5	5.008,5	4.229,2	3.999,5	3.459,8	2.866,1	2.517,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.262,5	8.446,5	8.923,5	8.352,2	8.141,7	7.917,2	7.407,0	7.119,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

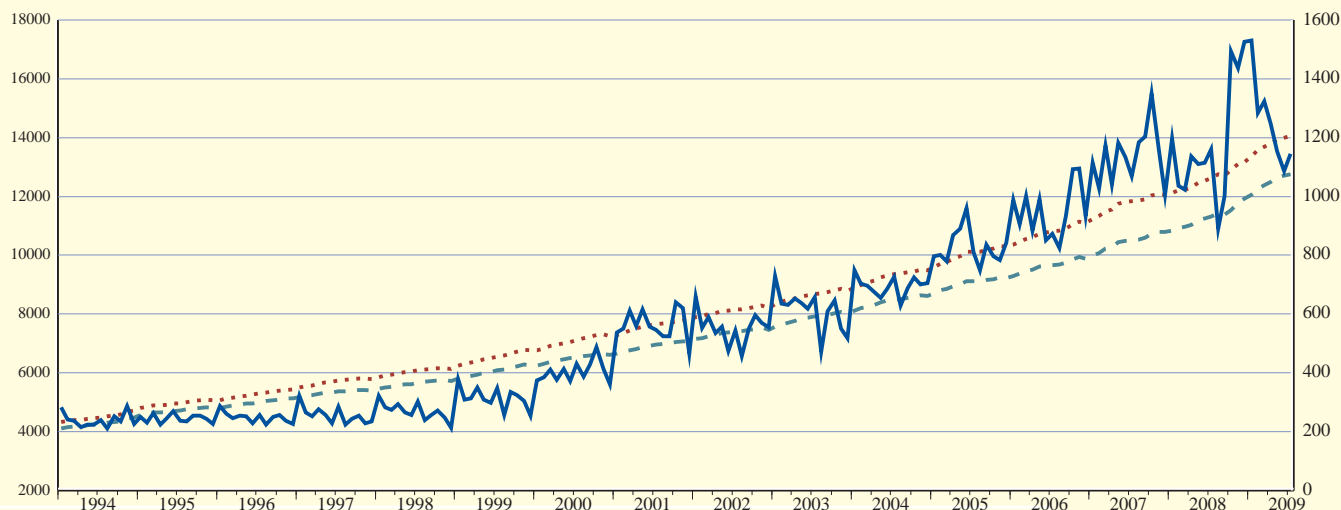
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
											11	12
	Total											
2008 Jul	13.506,6	1.139,6	11,2	11.308,9	1.073,9	55,6	12.614,3	1.160,7	75,0	7,1	100,9	7,1
Ago	13.632,4	880,7	123,0	11.416,8	816,0	105,2	12.744,0	889,5	110,5	7,8	146,5	9,0
Sep	13.635,5	1.022,1	1,5	11.384,4	930,5	-33,7	12.704,1	1.001,3	-43,2	7,0	8,1	8,7
Oct	13.733,5	1.454,3	97,4	11.535,3	1.417,3	150,3	12.903,2	1.494,5	145,4	6,9	119,4	9,5
Nov	13.953,5	1.422,3	218,5	11.764,4	1.369,7	227,9	13.098,0	1.437,1	213,9	8,1	193,3	11,0
Dic	14.139,1	1.537,5	189,1	11.916,6	1.448,8	155,9	13.170,4	1.526,0	142,6	9,5	228,7	13,1
2009 Ene	14.239,2	1.500,7	95,5	12.057,3	1.451,4	137,1	13.372,6	1.530,0	146,3	10,1	104,4	13,1
Feb	14.431,3	1.259,2	189,7	12.243,3	1.200,0	183,8	13.576,0	1.285,5	203,4	11,1	156,1	13,1
Mar	14.606,0	1.318,0	173,2	12.382,0	1.229,8	137,3	13.680,3	1.323,1	148,3	11,9	132,9	15,2
Abr	14.683,8	1.230,4	77,5	12.482,8	1.164,1	100,4	13.794,3	1.247,1	108,4	12,1	90,6	14,6
May	14.888,5	1.157,4	205,3	12.653,6	1.068,0	171,6	13.930,3	1.154,4	166,8	12,0	106,9	12,9
Jun	14.973,9	1.082,7	87,2	12.711,9	1.004,0	59,9	13.996,9	1.086,8	73,0	11,9	91,5	10,5
Jul	.	.	.	12.761,1	1.066,2	51,9	14.060,7	1.146,0	67,4	11,7	101,2	10,4
	A largo plazo											
2008 Jul	12.113,9	208,9	25,2	10.055,9	178,6	30,1	11.154,0	196,7	35,7	5,3	68,4	5,7
Ago	12.203,1	160,0	87,2	10.133,8	133,8	76,1	11.252,6	149,2	76,8	6,1	121,4	7,7
Sep	12.192,1	183,6	-10,2	10.111,8	145,5	-21,2	11.236,2	158,6	-31,6	5,7	0,8	7,5
Oct	12.216,6	199,0	24,8	10.147,8	182,8	36,3	11.329,3	195,4	30,8	5,3	32,9	6,7
Nov	12.393,7	275,5	174,4	10.325,3	253,9	175,0	11.486,8	262,8	166,1	6,2	138,5	8,0
Dic	12.572,4	362,9	179,8	10.496,5	328,3	172,7	11.581,0	340,0	153,4	7,3	165,0	9,7
2009 Ene	12.649,7	291,7	75,1	10.587,0	276,9	89,3	11.716,3	300,3	89,9	8,2	116,4	10,6
Feb	12.819,3	300,6	168,5	10.748,6	269,6	160,7	11.889,0	296,7	172,9	9,2	135,6	10,7
Mar	13.002,4	319,8	153,3	10.921,6	280,2	143,3	12.026,4	301,8	144,4	10,4	141,7	13,3
Abr	13.078,6	289,1	77,2	10.989,8	254,2	69,3	12.104,7	273,0	72,8	10,3	69,6	14,0
May	13.278,9	336,5	201,4	11.157,2	278,6	168,6	12.252,6	298,9	172,6	10,6	110,0	13,3
Jun	13.395,4	307,0	117,0	11.264,4	271,9	107,5	12.378,9	305,7	127,6	10,8	100,5	11,9
Jul	.	.	.	11.291,0	244,9	29,0	12.415,0	269,4	39,1	10,8	80,4	11,1

C16 Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- Saldo vivo total (escala izquierda)
- - - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	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	13.170	5.268	1.929	696	4.937	340	1.177	817	74	100	162	24
2008 III	12.704	5.267	1.686	681	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
IV	13.170	5.268	1.929	696	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 I	13.680	5.394	2.038	719	5.187	343	1.380	922	78	92	251	35
II	13.997	5.432	2.119	750	5.344	351	1.163	748	62	89	244	20
2009 Abr	13.794	5.423	2.072	730	5.219	350	1.247	806	65	90	259	26
May	13.930	5.459	2.100	742	5.280	350	1.154	744	67	88	239	17
Jun	13.997	5.432	2.119	750	5.344	351	1.087	693	54	88	235	16
Jul	14.061	5.447	2.153	763	5.344	353	1.146	718	68	94	250	14
	A corto plazo											
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 III	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
IV	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 I	1.654	838	41	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
II	1.618	785	37	84	696	16	870	631	14	69	143	13
2009 Abr	1.690	830	42	95	705	17	974	694	16	74	173	16
May	1.678	832	40	89	701	15	856	626	13	64	142	10
Jun	1.618	785	37	84	696	16	781	572	15	69	113	12
Jul	1.646	779	35	84	731	17	877	615	11	77	167	7
	A largo plazo ²⁾											
2007	10.779	4.259	1.469	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.581	4.446	1.868	581	4.371	315	215	95	48	8	61	4
2008 III	11.236	4.441	1.624	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
IV	11.581	4.446	1.868	581	4.371	315	266	95	98	11	57	5
2009 I	12.026	4.555	1.997	621	4.528	324	300	116	61	18	96	8
II	12.379	4.647	2.082	666	4.648	336	293	117	47	20	101	7
2009 Abr	12.105	4.593	2.029	636	4.514	333	273	112	49	16	86	10
May	12.253	4.626	2.060	653	4.579	335	299	118	54	24	96	6
Jun	12.379	4.647	2.082	666	4.648	336	306	121	39	20	122	4
Jul	12.415	4.667	2.119	679	4.613	337	269	103	58	18	83	7
	Del cual a tipo fijo											
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.614	2.328	636	445	3.955	250	119	48	9	6	53	3
2008 III	7.534	2.370	619	432	3.865	248	101	42	7	3	47	2
IV	7.614	2.328	636	445	3.955	250	120	42	13	10	53	2
2009 I	7.934	2.398	703	487	4.094	252	208	72	27	18	86	5
II	8.243	2.495	748	532	4.209	259	207	71	23	19	90	5
2009 Abr	7.986	2.422	719	501	4.085	258	183	62	21	15	77	7
May	8.108	2.461	728	519	4.139	260	208	77	20	23	84	5
Jun	8.243	2.495	748	532	4.209	259	230	74	28	18	109	2
Jul	8.258	2.511	767	545	4.175	259	180	62	24	17	72	6
	Del cual a tipo variable											
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.479	1.723	1.202	126	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 III	3.229	1.698	978	129	362	61	53	24	21	2	4	1
IV	3.479	1.723	1.202	126	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.589	1.756	1.269	124	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.620	1.739	1.308	124	374	75	65	30	24	1	7	2
2009 Abr	3.605	1.763	1.285	124	360	73	72	37	27	1	5	3
May	3.619	1.750	1.306	123	367	73	72	26	34	1	9	1
Jun	3.620	1.739	1.308	124	374	75	50	28	11	2	7	2
Jul	3.639	1.744	1.326	123	369	76	73	30	33	0	7	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

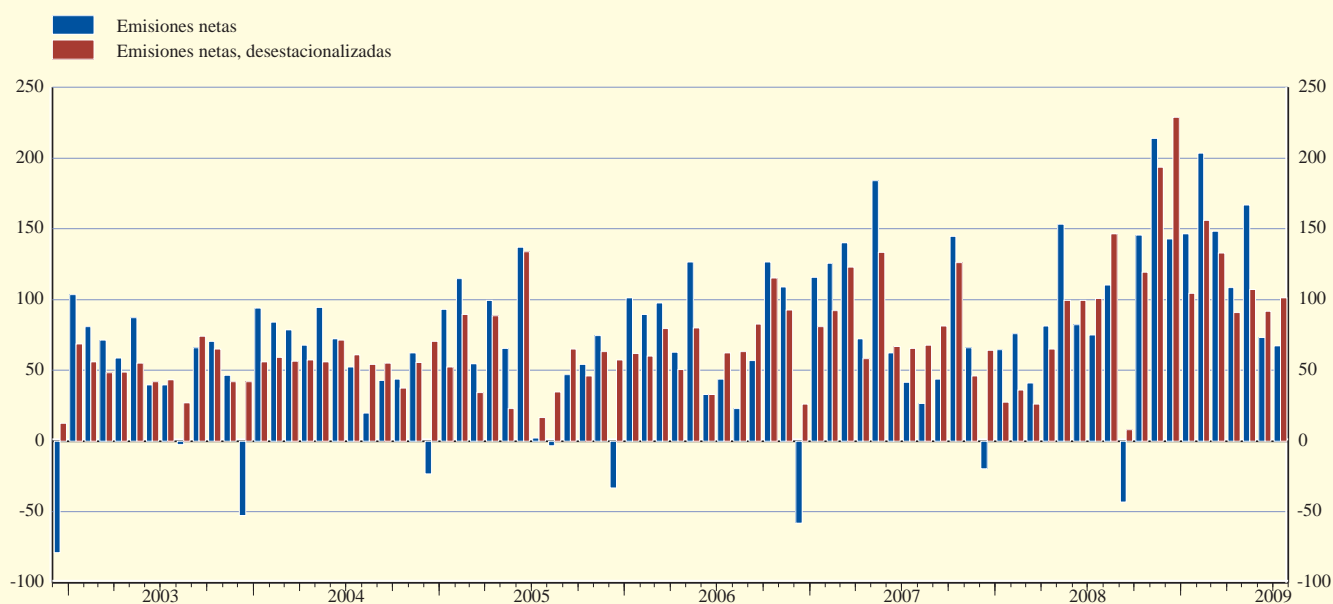
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2007	83,6	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,1	4,3	10,0	1,1
2008	95,1	23,2	35,2	3,9	31,7	1,1	95,8	23,3	34,4	4,0	33,1	0,9
2008 III	47,4	10,9	18,6	2,0	14,7	1,2	85,2	20,0	32,9	4,7	25,3	2,2
IV	167,3	11,4	81,6	6,0	63,0	5,3	180,4	21,6	56,5	9,0	90,7	2,8
2009 I	166,0	40,5	35,5	7,0	82,1	0,9	131,1	21,1	45,4	5,1	56,9	2,5
II	116,0	21,0	27,8	10,6	53,8	2,9	96,3	20,3	27,5	6,5	39,1	3,0
2009 Abr	108,4	28,0	31,7	10,2	31,3	7,2	90,6	16,2	37,4	6,4	23,9	6,8
May	166,8	54,2	33,2	13,5	66,0	-0,2	106,9	30,8	30,5	5,9	39,3	0,5
Jun	73,0	-19,4	18,3	8,1	64,1	1,8	91,5	13,8	14,6	7,3	54,0	1,7
Jul	67,4	18,0	34,6	12,3	0,3	2,2	101,2	13,5	48,2	12,4	24,5	2,7
A largo plazo												
2007	61,7	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,8	16,2	33,2	2,5	13,3	0,5	65,0	16,4	32,4	2,6	13,2	0,5
2008 III	26,9	7,4	15,2	2,6	1,3	0,5	63,5	16,2	29,6	4,1	12,2	1,5
IV	116,8	2,9	81,8	4,4	26,2	1,5	112,1	12,5	57,2	4,7	37,0	0,7
2009 I	135,7	25,8	42,3	12,9	51,7	3,1	131,3	17,1	52,4	14,4	44,4	3,0
II	124,4	35,3	29,1	15,1	41,0	3,8	93,3	24,6	28,2	11,5	25,4	3,7
2009 Abr	72,8	36,1	30,5	13,2	-15,3	8,3	69,6	27,8	36,5	11,8	-14,3	7,7
May	172,6	47,3	35,2	19,0	69,0	2,2	110,0	24,5	30,9	12,4	39,6	2,5
Jun	127,6	22,5	21,7	13,2	69,3	1,0	100,5	21,5	17,3	10,2	50,8	0,8
Jul	39,1	23,3	36,7	12,5	-34,7	1,3	80,4	22,4	51,7	13,1	-8,7	1,9

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

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



Fuente: BCE.

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

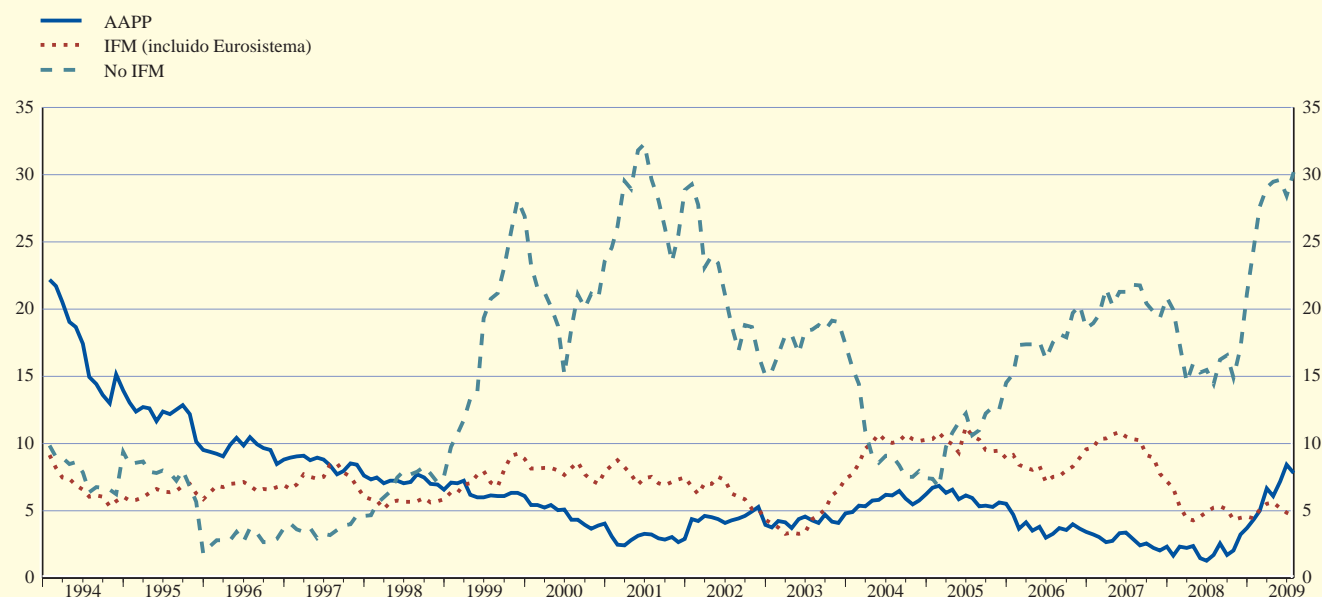
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

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

C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo de las tasas de crecimiento. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

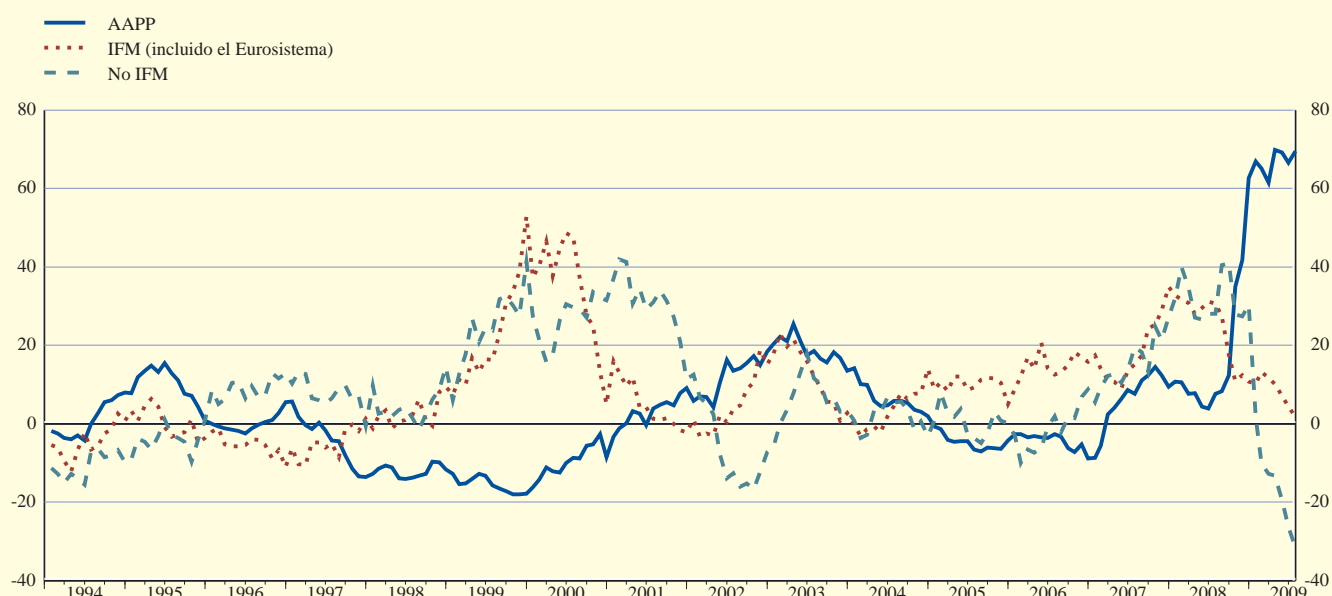
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,6	3,8	-1,8
2008	3,0	4,9	5,7	4,2	1,5	1,4	12,9	5,5	33,7	7,1	7,6	3,2
2008 III	3,0	5,5	5,0	3,5	1,3	2,0	12,4	5,3	32,4	3,2	7,7	6,0
IV	3,2	4,5	4,9	4,5	2,3	-0,8	13,1	5,7	34,1	4,5	3,8	10,2
2009 I	6,1	5,0	13,1	12,3	5,3	1,4	15,9	5,3	45,1	0,5	0,8	11,1
II	9,0	6,9	20,4	21,0	7,4	4,5	14,8	3,3	44,4	-1,1	-0,6	20,6
2009 Feb	6,7	5,5	15,7	14,0	5,6	2,0	16,2	5,1	47,0	0,2	0,2	9,7
Mar	8,4	6,6	18,1	17,6	7,3	2,6	16,4	5,0	47,2	-0,7	0,4	16,7
Abr	8,4	6,7	19,7	20,0	6,6	5,3	15,7	4,5	45,8	-0,6	-1,5	20,3
May	9,2	7,2	21,0	21,9	7,4	5,0	14,2	2,2	44,5	-1,8	-0,5	20,9
Jun	10,2	6,9	22,5	24,8	9,1	4,2	12,6	1,3	38,9	-1,0	0,1	24,6
Jul	10,3	6,7	26,0	27,9	8,6	3,7	12,5	1,5	39,6	-3,0	-2,5	24,9
En euros												
2007	4,6	6,5	13,7	2,3	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,1	1,7	1,3	14,3	6,5	35,2	7,2	7,9	2,0
2008 III	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,3	6,8	34,3	3,9	8,1	4,6
IV	3,3	4,7	7,2	2,2	2,5	-1,2	15,4	7,7	36,8	5,2	4,0	9,2
2009 I	6,5	6,1	16,4	9,5	5,5	0,8	18,8	7,9	48,1	0,5	0,9	11,0
II	9,6	8,8	23,3	19,2	7,6	3,9	17,5	5,4	47,5	-2,0	-0,7	22,5
2009 Feb	7,1	6,6	19,5	11,1	5,8	1,4	19,1	7,5	50,0	0,2	0,3	10,1
Mar	8,9	8,1	21,7	15,4	7,5	1,9	19,2	7,5	50,3	-1,5	0,3	17,7
Abr	9,0	8,6	23,0	18,0	6,8	4,6	18,4	6,6	48,9	-1,3	-1,6	22,2
May	9,8	9,4	23,8	20,2	7,6	4,4	17,0	4,3	47,6	-2,8	-0,6	22,9
Jun	10,8	8,8	24,4	23,5	9,4	3,5	15,1	3,1	41,9	-2,0	-0,2	26,8
Jul	10,9	8,8	28,0	26,5	8,8	3,0	14,9	3,5	42,0	-3,7	-3,0	27,2

C19 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

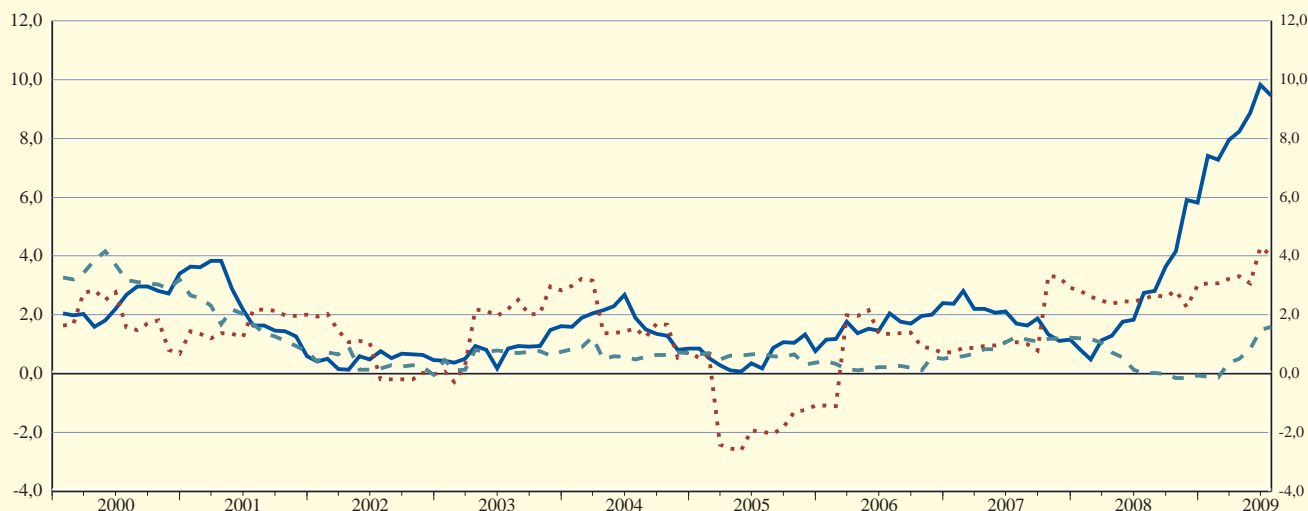
(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice Dic 01 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Jul	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
Ago	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
Sep	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
Oct	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	628,2	3,3	5.243,1	1,2
Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	578,6	3,3	5.018,6	1,2
Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,2	1,2
2008 Ene	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,3	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,6	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,2	0,1
Jul	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,1	0,0
Ago	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,6	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,0	0,0
Oct	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,1	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
Dic	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,0	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	239,9	3,1	2.702,3	-0,1
Feb	2.922,1	105,6	1,1	276,7	7,3	189,0	3,1	2.456,4	-0,1
Mar	3.009,9	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,2	2.489,2	0,4
Abr	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,9	3,3	2.771,3	0,5
May	3.580,6	106,5	2,0	455,2	8,9	254,8	3,1	2.870,6	0,8
Jun	3.530,7	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,3	2.824,3	1,5
Jul	3.815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	4,0	3.027,5	1,6

C20 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

- IFM
- ... Instituciones financieras distintas de las IFM
- - - Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

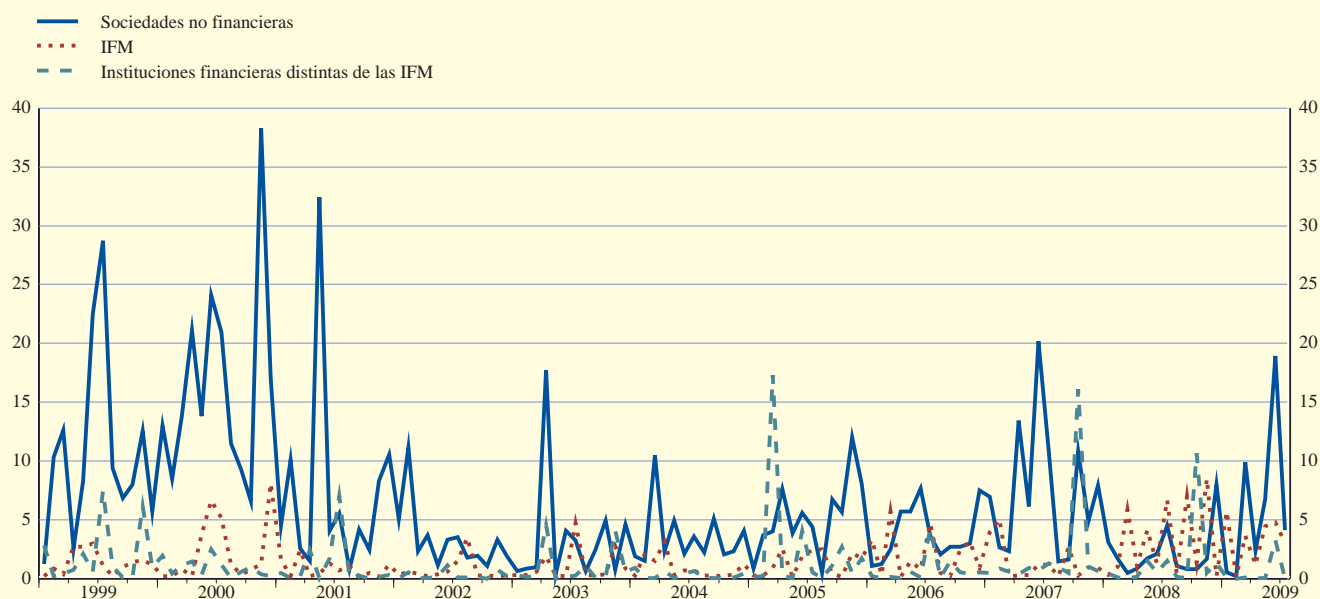
4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2007 Jul	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
Ago	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sep	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
Oct	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
Nov	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
Dic	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,2	0,3	10,9	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,7	0,3	6,5
Jun	27,0	1,7	25,3	4,8	0,0	4,8	3,3	0,0	3,2	18,9	1,6	17,3
Jul	7,2	0,2	6,9	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	3,9

C21 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro ¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras						Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo					
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2008 Sep	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27		
Oct	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66		
Nov	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19		
Dic	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63		
2009 Ene	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05		
Feb	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55		
Mar	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	3,30	1,23		
Abr	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,64	3,07	1,12		
May	0,61	1,89	2,42	2,71	1,99	3,62	0,76	1,08	2,39	3,12	1,02		
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,66	1,04	2,18	2,58	0,93		
Jul	0,52	1,86	2,41	2,62	1,89	3,38	0,57	0,81	2,48	2,93	0,68		
Ago	0,50	1,72	2,33	2,67	1,67	3,23	0,55	0,71	2,06	2,94	0,57		

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		Sin fijación 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 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	4,37	4,77	4,92	5,00	4,86	4,43	5,44	5,23
Feb	10,14	8,15	6,65	8,49	8,38	3,97	4,54	4,80	4,89	4,60	4,08	5,03	5,16
Mar	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,33	4,61	4,72	4,37	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,13	4,50	4,58	4,11	3,60	4,71	4,90
Jun	9,54	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,01	4,51	4,58	4,03	3,54	4,76	4,95
Jul	9,30	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,96	6,51	7,95	8,13	3,00	4,06	4,54	4,45	4,05	3,20	4,70	4,74

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	
		1	2	3	4	5	6	7
2008 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	3,52	3,96	4,58
Feb		5,40	4,32	5,25	4,96	3,12	3,52	4,23
Mar		5,10	4,03	5,07	4,75	2,85	3,22	3,87
Abr		4,76	3,82	5,02	4,60	2,55	3,34	4,01
May		4,67	3,73	5,01	4,52	2,49	3,22	3,96
Jun		4,58	3,64	4,86	4,50	2,57	3,08	3,70
Jul		4,34	3,57	4,79	4,32	2,38	2,89	3,90
Ago		4,25	3,42	4,68	4,23	2,32	2,81	3,83

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 euro¹⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

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

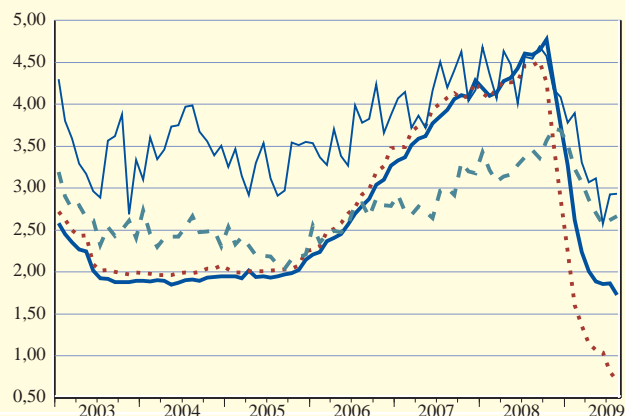
	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Sep	1,32	4,45	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	2,53	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,76	2,41	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,66	2,21	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,89	3,38	0,57	1,99	3,53	1,53
Ago	0,50	2,94	3,00	1,67	3,23	0,55	1,92	3,42	1,53

5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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	6,47	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	7,08	6,07	4,41	4,28	4,48
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,12	3,97	4,25
May	4,59	4,45	4,56	8,08	6,92	5,84	4,01	3,84	4,12
Jun	4,51	4,40	4,46	7,98	6,91	5,79	3,93	3,72	4,00
Jul	4,32	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,73	3,59	3,81
	4,24	4,24	4,28	7,80	6,73	5,65	3,65	3,50	3,72

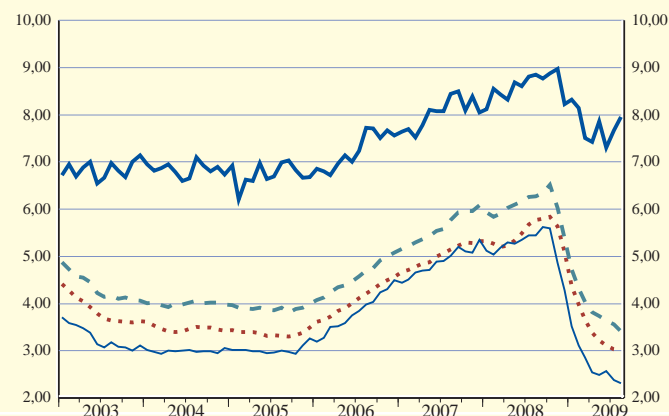
C22 Nuevos depósitos a plazo
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- 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

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

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

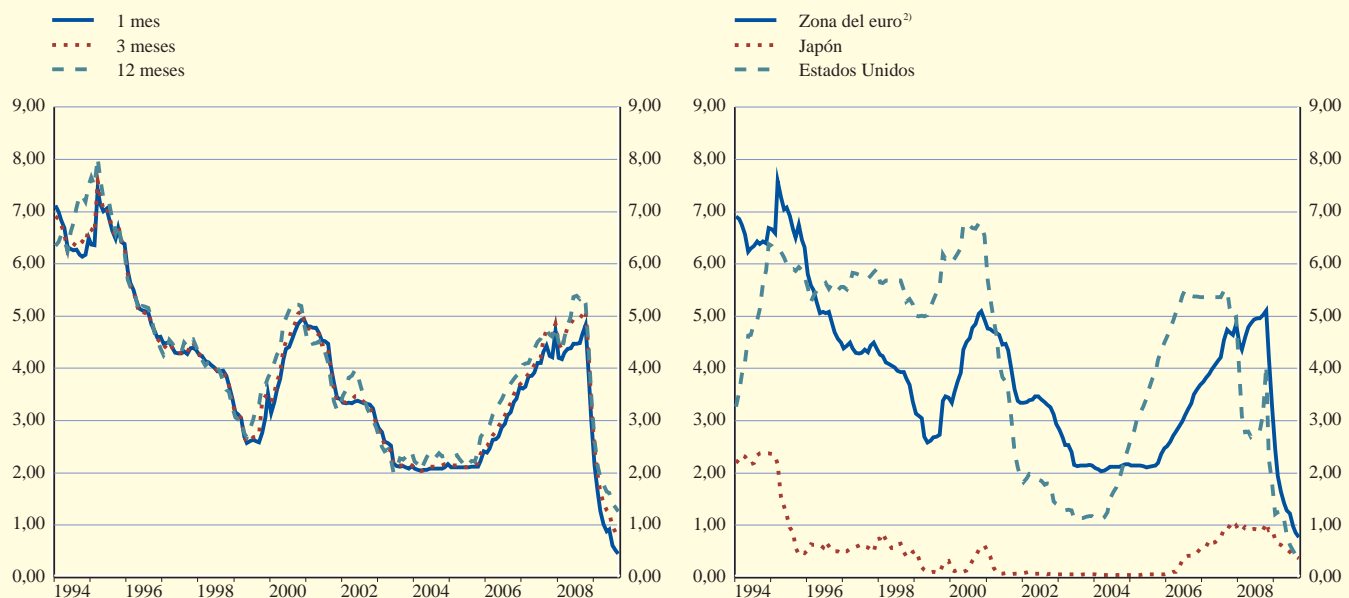
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) ¹	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) ²	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) ³	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) ⁴	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) ⁵	Depósitos a 3 meses (LIBOR) ⁶	Depósitos a 3 meses (LIBOR) ⁷
	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 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
III	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
2008 Sep	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Oct	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
Nov	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
Dic	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 Ene	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
Feb	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sep	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36

C24 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro²⁾

(mensuales; en porcentaje)

C25 Tipos a tres meses del mercado monetario

(mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Véanse las Notas Generales, para más información.

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

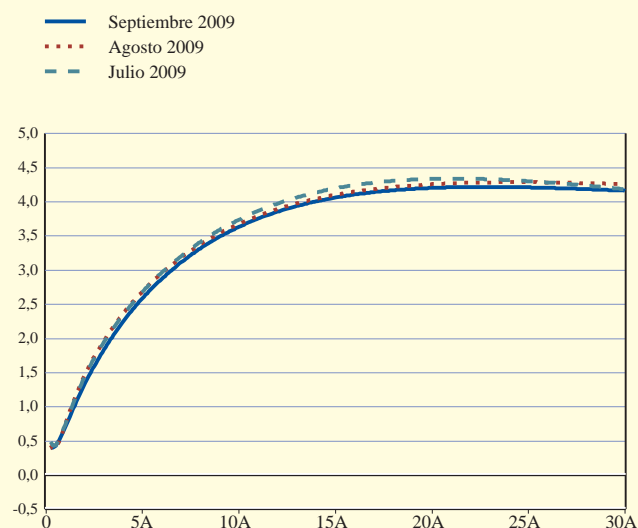
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

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

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 II	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
2008 III	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
2008 IV	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2008 Sep	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
2008 Oct	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
2008 Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
2008 Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
2009 Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
2009 Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
2009 May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
2009 Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2009 Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
2009 Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
2009 Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96

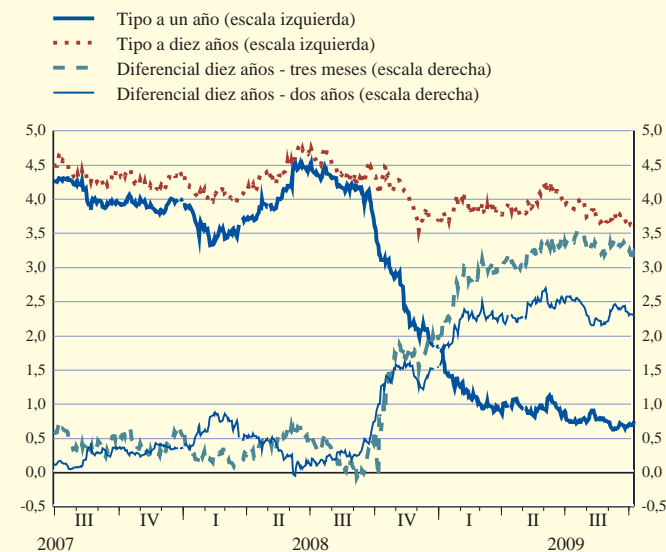
C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)



C27 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

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



Fuente: BCE. Datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

4.8 Índices bursátiles

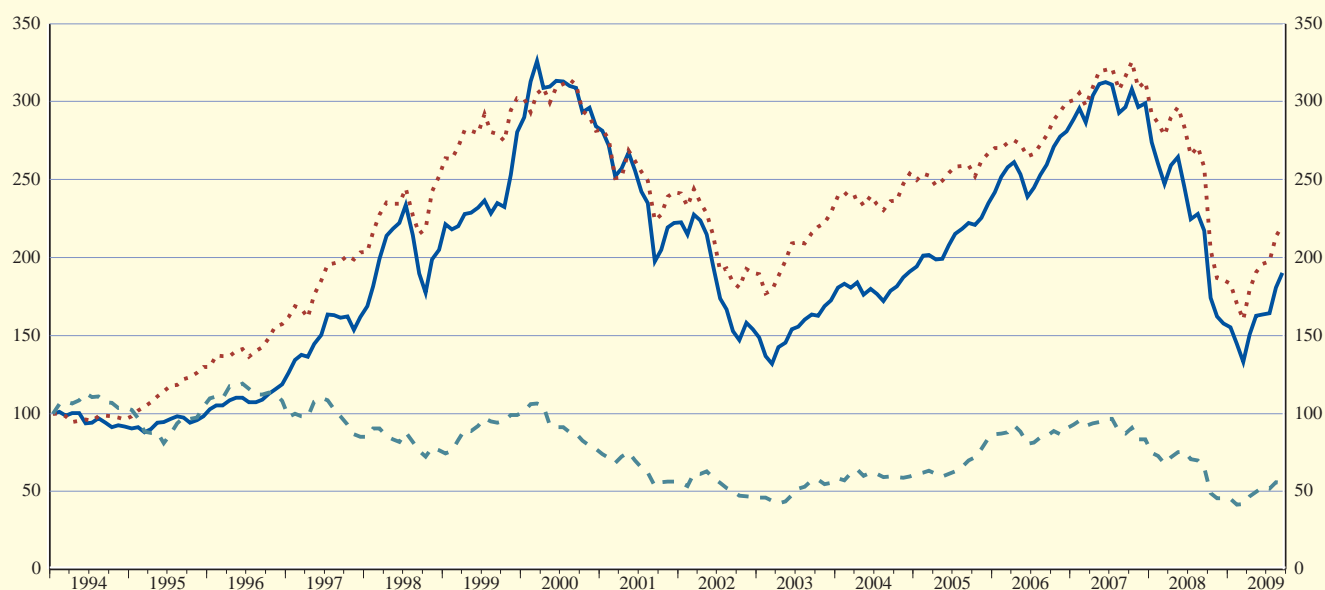
(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2008 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
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,6	10.128,8
2008 Sep	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
Oct	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
Nov	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7
Dic	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9

C28 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)

- Dow Jones EURO STOXX amplio¹⁾
- Standard & Poor's 500
- - - Nikkei 225



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

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

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2008 II	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2
III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3
IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
2009 Mar	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,0
Abr	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1
May	0,9	1,0	0,7	-2,5	0,8	-11,6	2,1	1,8	3,1	-1,0	2,4	2,0
Jun	0,7	1,1	0,0	-2,7	0,6	-11,7	2,1	1,8	2,7	-0,9	2,2	1,9
Jul	0,0	0,8	-1,1	-3,6	0,5	-14,4	2,1	1,8	2,6	-0,8	1,9	2,0
Ago	-0,1	0,6	-1,2	-2,3	0,6	-10,2	2,0	1,8	2,5	-0,7	1,8	2,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- En el año 2009.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales que abarcan normalmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre el precio de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales ¹⁾

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales ³⁾
	Total (índice 2005 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total ⁴⁾	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	100,0	4,1	3,1	1,6	2,8	1,2	1,1	1,3	0,9	13,5	3,7	7,5
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,4	1,5	13,4	4,9	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,3	2,4	2,1	1,2	4,1	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,5	1,7
2008 II	114,8	7,0	6,4	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	17,2	3,5	2,8 ⁵⁾
III	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,7	4,4	21,5	4,9	-
IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,2	0,6 ⁵⁾
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,1	3,3	-
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	0,2	-
2009 Mar	109,1	-3,2	-5,4	-1,9	-3,9	1,5	-1,6	1,8	-2,0	-6,9	-	-
Abr	108,1	-4,8	-5,9	-2,5	-5,1	1,1	-1,8	1,6	-2,2	-11,1	-	-
May	108,1	-5,9	-7,1	-3,0	-5,7	0,5	-2,0	1,4	-2,5	-13,7	-	-
Jun	108,5	-6,5	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,6	-2,9	-14,7	-	-
Jul	107,8	-8,4	-8,2	-4,1	-7,5	0,0	-2,5	1,2	-3,0	-19,9	-	-
Ago	108,2	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,2	-3,1	-16,9	-	-

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

	Precios del petróleo ⁶⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (índice (d.) 2000 = 100)	Deflatores del PIB							
		Ponderados ⁷⁾ por las importaciones			Ponderados ⁸⁾ por el destino				Total	Demanda interna				Exportaciones ⁹⁾	Importaciones ⁹⁾	
		Total	Alimentos	No alimentos	Total	Alimentos	No alimentos			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,3	2,5	2,4	3,4	
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9	
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,3	2,2	1,7	2,6	1,7	1,5	
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,8	2,9	2,9	2,2	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	3,3	3,7	2,3	2,7	4,7	
III	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,2	3,4	2,8	2,6	3,4	5,7	
IV	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,4	2,1	2,0	2,2	1,7	1,4	0,6	
2009 I	35,1	-29,1	-14,8	-36,0	-28,5	-17,3	-36,8	120,1	1,9	1,1	0,5	2,7	0,6	-2,5	-4,5	
II	43,8	-24,5	-11,1	-31,0	-22,5	-9,9	-31,4	120,1	1,1	0,0	-0,4	1,6	-0,7	-4,0	-6,8	
2009 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	-22,8	-15,1	-26,6	-21,4	-13,7	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ago	51,1	-16,2	-10,2	-19,1	-17,4	-15,7	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sep	46,9	-16,7	-10,8	-19,4	-17,3	-15,3	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-	

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).

- Los datos se refieren al Euro-16.
- Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase la dirección del BCE en Internet).
- En el año 2005.
- 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.
- Brent (para entrega en un mes).
- Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.
- 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).
- Los deflatores de las importaciones y la exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo ¹⁾

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios ²⁾									
2005	109,0	1,2	8,4	-0,5	3,2	0,7	2,1	2,1	
2006	110,0	0,9	2,3	-0,5	3,3	0,5	2,0	2,1	
2007	111,7	1,5	1,8	0,5	4,1	0,5	2,4	1,8	
2008	115,2	3,2	-0,5	3,6	2,4	3,2	2,9	3,1	
2008 II	114,7	2,8	-1,6	1,4	2,4	2,4	2,5	4,3	
2008 III	115,6	3,5	-1,1	4,2	2,7	4,5	3,2	2,5	
2008 IV	117,9	4,6	-0,3	9,8	2,2	5,1	2,3	3,1	
2009 I	120,0	5,8	1,6	16,5	1,8	6,8	0,2	3,2	
2009 II	120,2	4,8	1,9	14,8	0,2	5,7	1,4	1,7	
Remuneración por asalariado									
2005	112,3	2,0	2,5	1,9	2,2	1,9	2,4	1,9	
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5	1,6	2,3	1,7	
2007	117,7	2,5	3,6	2,7	2,8	1,9	2,4	2,5	
2008	121,4	3,1	2,8	3,0	3,8	2,8	2,5	3,6	
2008 II	121,1	3,1	2,2	2,7	3,6	2,1	2,3	4,5	
2008 III	121,9	3,5	3,2	3,1	4,2	4,0	3,0	3,4	
2008 IV	122,5	2,9	2,7	2,7	3,8	2,9	2,0	3,4	
2009 I	122,5	1,8	3,3	0,4	2,6	2,3	0,5	3,1	
2009 II	123,0	1,6	3,6	-0,5	3,4	2,5	2,0	1,9	
Productividad del trabajo ³⁾									
2005	103,1	0,7	-5,4	2,4	-1,0	1,2	0,2	-0,2	
2006	104,5	1,3	1,0	3,9	0,2	1,1	0,3	-0,4	
2007	105,5	1,0	1,7	2,2	-1,2	1,4	0,1	0,7	
2008	105,4	-0,1	3,3	-0,6	1,3	-0,4	-0,4	0,5	
2008 II	105,6	0,3	3,9	1,3	1,1	-0,3	-0,2	0,1	
2008 III	105,5	0,0	4,4	-1,0	1,5	-0,4	-0,2	0,8	
2008 IV	103,9	-1,7	3,0	-6,5	1,5	-2,1	-0,3	0,4	
2009 I	102,1	-3,7	1,7	-13,8	0,8	-4,2	0,3	-0,1	
2009 II	102,4	-3,1	1,7	-13,3	3,2	-3,0	0,5	0,3	

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

	Total [índice (d.) 2008 = 100]	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁵⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁶⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	92,2	2,2	2,3	2,0	2,1	1,6	2,3	2,1
2006	94,3	2,3	2,4	2,3	3,3	1,4	1,9	2,3
2007	96,7	2,5	2,9	1,5	2,2	2,6	2,7	2,1
2008	99,9	3,4	3,4	3,3	3,9	4,1	3,1	3,2
2008 II	99,2	2,5	2,5	2,4	2,5	3,8	2,3	2,9
2008 III	100,4	3,6	3,6	3,5	3,1	3,7	3,8	3,4
2008 IV	101,4	4,2	4,1	4,6	6,0	4,7	3,2	3,6
2009 I	102,3	3,6	3,4	4,1	5,6	3,0	2,5	3,2
2009 II	103,3	4,0	3,9	4,2	5,3	4,5	3,2	2,8

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 2008.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto ¹⁾

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ²⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ³⁾	Total	Exportaciones ²⁾	Importaciones ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)</i>									
2005	8.140,1	8.021,0	4.669,2	1.664,4	1.681,1	6,3	119,1	3.114,3	2.995,2
2006	8.557,1	8.460,9	4.872,9	1.733,3	1.831,0	23,7	96,3	3.470,2	3.374,0
2007	9.002,2	8.863,7	5.064,5	1.801,6	1.970,1	27,5	138,5	3.746,0	3.607,5
2008	9.263,2	9.168,4	5.232,7	1.892,2	2.002,0	41,5	94,7	3.880,8	3.786,0
2008 II	2.325,0	2.291,9	1.308,4	473,9	507,3	2,3	33,0	992,2	959,2
III	2.327,2	2.311,5	1.317,4	474,9	502,8	16,3	15,7	991,2	975,5
IV	2.297,1	2.284,3	1.306,4	480,6	483,2	14,0	12,8	908,5	895,7
2009 I	2.241,9	2.235,4	1.288,9	487,9	455,0	3,5	6,5	803,4	796,9
II	2.238,1	2.218,4	1.291,6	493,5	446,5	-13,3	19,7	785,0	765,2
<i>porcentaje del PIB</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,6	0,4	1,0	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados) ⁴⁾</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2008 II	-0,3	-0,6	-0,4	0,8	-1,3	-	-	-0,5	-1,1
III	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,5	-	-	-1,0	0,3
IV	-1,8	-0,7	-0,5	0,6	-3,5	-	-	-7,0	-4,6
2009 I	-2,5	-2,0	-0,5	0,6	-5,4	-	-	-9,2	-7,9
II	-0,2	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,5	-2,9
<i>tasas de variación interanual</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,2	-	-	5,0	5,7
2006	3,0	2,9	2,1	2,0	5,5	-	-	8,3	8,3
2007	2,8	2,4	1,6	2,2	4,9	-	-	6,1	5,3
2008	0,7	0,6	0,4	2,1	-0,3	-	-	1,2	1,1
2008 II	1,5	0,8	0,5	2,1	1,2	-	-	4,0	2,5
III	0,4	0,3	0,0	2,2	-0,9	-	-	1,3	1,0
IV	-1,8	-0,5	-0,7	2,4	-5,5	-	-	-6,6	-3,7
2009 I	-4,9	-3,1	-1,4	2,6	-11,2	-	-	-16,8	-12,8
II	-4,8	-3,2	-0,9	2,5	-11,4	-	-	-17,7	-14,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales</i>									
2008 II	-0,3	-0,6	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-
III	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,4	-0,5	-	-
IV	-1,8	-0,7	-0,3	0,1	-0,8	0,2	-1,1	-	-
2009 I	-2,5	-2,0	-0,3	0,1	-1,1	-0,6	-0,5	-	-
II	-0,2	-0,7	0,0	0,2	-0,3	-0,6	0,5	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB en puntos porcentuales</i>									
2005	1,7	1,8	1,1	0,3	0,6	-0,2	-0,1	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,4	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,7	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 II	1,5	0,8	0,3	0,4	0,3	-0,2	0,6	-	-
III	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,2	-	-
IV	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,2	0,6	-1,3	-	-
2009 I	-4,9	-3,1	-0,8	0,5	-2,5	-0,4	-1,9	-	-
II	-4,8	-3,2	-0,5	0,5	-2,5	-0,7	-1,6	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con los cuadros 7.1.2 y 7.3.1.

3) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

4) Los datos anuales no están ajustados de variaciones en el número de días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad ¹⁾

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros, datos desestacionalizados)								
2005	7.295,2	143,7	1.481,3	439,8	1.540,9	2.018,0	1.671,4	844,9
2006	7.643,0	141,7	1.563,6	476,8	1.596,9	2.132,5	1.731,5	914,1
2007	8.043,1	152,3	1.640,1	513,5	1.670,4	2.264,7	1.802,1	959,0
2008	8.316,5	149,1	1.663,4	536,1	1.727,5	2.359,6	1.880,9	946,6
2008 II	2.086,5	37,7	424,0	133,9	431,7	589,3	469,9	238,5
III	2.088,9	36,5	418,6	135,3	434,4	593,1	471,0	238,3
IV	2.066,6	35,9	396,6	132,7	429,7	593,6	478,0	230,5
2009 I	2.018,4	36,0	360,3	130,9	418,1	588,0	485,0	223,5
II	2.016,2	35,4	351,1	130,4	419,5	590,0	489,8	221,9
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior desestacionalizados)²⁾								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 II	-0,3	-0,1	-1,0	-2,1	-0,5	0,4	0,3	-0,9
III	-0,4	-0,1	-1,9	-1,5	-0,3	0,0	0,6	-0,1
IV	-1,8	0,6	-6,2	-1,6	-1,8	-0,6	0,3	-2,0
2009 I	-2,5	-0,7	-8,3	-1,1	-2,9	-0,8	0,1	-2,7
II	-0,2	0,2	-1,9	-0,4	0,0	-0,1	0,6	0,3
<i>tasas de variación interanual</i>								
2005	1,7	-6,1	1,3	1,6	1,9	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	-0,8	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,2	2,5	2,6	3,4	4,1	1,9	0,9
2008	0,9	1,8	-0,8	-0,9	0,8	1,9	1,7	-1,1
2008 II	1,7	1,9	1,7	-0,1	1,4	2,4	1,5	-0,4
III	0,7	2,8	-1,2	-1,4	0,4	1,6	1,8	-1,4
IV	-1,7	2,2	-7,7	-3,8	-1,9	0,4	1,7	-2,5
2009 I	-4,9	-0,3	-16,5	-6,1	-5,4	-0,9	1,3	-5,6
II	-4,8	-0,1	-17,2	-4,5	-4,8	-1,4	1,6	-4,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2008 II	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
III	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
IV	-1,8	0,0	-1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
II	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido en puntos porcentuales</i>								
2005	1,7	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,3	-
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,2	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,4	-
2008 II	1,7	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
III	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	-
IV	-1,7	0,0	-1,6	-0,2	-0,4	0,1	0,4	-
2009 I	-4,9	0,0	-3,4	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-
II	-4,8	0,0	-3,5	-0,3	-1,0	-0,4	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 ¹⁾

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ²⁾	Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
2006	4,0	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,0
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,7	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,1
2008	-2,4	106,2	-1,7	-1,9	-2,0	-3,4	-0,3	-2,0	-5,6	-1,4	0,2	-4,7
2008 III	-2,2	105,5	-1,4	-1,5	-1,7	-2,1	-0,6	-2,2	-7,2	-1,5	-0,4	-5,0
2008 IV	-8,9	99,0	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,8	-11,9	-3,6	-4,4	-8,4
2009 I	-17,0	91,6	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-23,8	-7,5	-20,3	-5,4	-4,4	-10,3
2009 II	-16,6	89,2	-18,5	-19,5	-19,9	-24,0	-24,2	-6,1	-21,3	-3,5	-8,7	-7,3
2009 Feb	-18,0	91,2	-19,3	-21,2	-21,7	-25,8	-25,5	-8,6	-21,9	-6,5	-3,5	-12,5
2009 Mar	-17,5	90,2	-19,3	-20,4	-20,7	-26,0	-23,2	-7,6	-20,6	-5,4	-10,1	-8,3
2009 Abr	-18,6	88,8	-21,3	-22,0	-22,6	-27,0	-27,3	-7,6	-21,0	-5,2	-12,5	-5,6
2009 May	-16,0	89,4	-17,6	-18,6	-18,8	-23,1	-23,0	-5,3	-19,5	-2,8	-7,6	-8,5
2009 Jun	-15,1	89,3	-16,6	-17,8	-18,3	-22,0	-22,3	-5,4	-23,4	-2,5	-5,5	-7,8
2009 Jul	-15,6	89,0	-15,9	-16,9	-17,6	-19,8	-23,6	-3,9	-20,7	-1,2	-6,3	-10,3
<i>tasa de variación intermensual(d.)</i>												
2009 Feb	-2,4	-	-2,5	-2,3	-2,4	-2,1	-3,2	-1,7	-3,5	-1,4	-2,1	-1,7
2009 Mar	-0,8	-	-1,1	-1,0	-0,7	-1,5	0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-4,0	0,6
2009 Abr	-1,2	-	-1,5	-1,0	-1,5	-1,4	-2,9	-0,1	-0,6	0,1	-1,4	0,0
2009 May	0,1	-	0,7	0,3	0,8	0,7	1,0	0,4	-1,6	0,7	1,8	-2,0
2009 Jun	-0,3	-	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,6	-0,2	-3,2	0,1	2,3	-0,3
2009 Jul	-1,1	-	-0,3	-0,2	-0,4	0,4	-2,2	0,4	0,0	0,4	-0,7	-1,7

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ³⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes		Precios constantes					Total (d.) miles ⁴⁾	
	Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total	Total [índice (d.) 2000 = 100]	Total	Total	Total [índice (d.) 2005 = 100]	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			Total	Total
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar	Total		
1	2	3	4	5	6	7	8	9				10	11	12	13
% del total ²⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
2006	110,9	10,3	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3
2007	120,3	8,7	115,0	6,5	2,8	104,1	1,6	0,1	2,7	3,5	2,4	970	-0,9
2008	113,6	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,8	-1,7	-0,3	-1,7	-1,9	893	-7,9
2008 III	114,7	-1,3	118,3	4,3	2,1	103,1	-1,1	-1,8	-0,6	-1,0	-2,9	889	-8,7
2008 IV	95,0	-22,4	107,3	-7,5	-0,3	102,4	-1,7	-2,2	-1,4	-3,1	-2,7	827	-18,5
2009 I	84,5	-31,7	95,1	-21,6	-2,6	101,8	-2,5	-3,6	-1,8	-0,3	-6,1	834	-12,6
2009 II	84,7	-30,4	93,9	-23,2	-2,7	101,5	-1,7	-1,4	-1,9	-2,0	-5,4	936	4,0
2009 Mar	84,3	-26,3	94,2	-15,8	-2,7	101,7	-2,2	-3,9	-0,9	1,3	-6,3	865	-5,8
2009 Abr	84,0	-35,1	94,0	-25,9	-1,8	101,9	-1,2	-0,7	-1,8	-0,1	-5,5	898	-3,7
2009 May	83,3	-30,3	94,3	-23,4	-3,5	101,4	-2,4	-2,1	-2,6	-4,4	-5,9	945	5,7
2009 Jun	86,6	-25,6	93,4	-20,4	-2,7	101,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-4,7	965	10,0
2009 Jul	88,6	-24,6	95,0	-20,3	-3,0	101,2	-1,5	-1,7	-1,6	0,6	-3,5	945	6,9
2009 Ago	.	.	.	.	-2,8	101,0	-2,3	-1,3	-3,2	.	.	955	5,9
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2009 Abr	-	-0,3	-	-0,3	0,1	-	0,2	1,1	-0,3	-0,7	0,2	-	3,8
2009 May	-	-0,8	-	0,3	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-	5,2
2009 Jun	-	4,0	-	-0,9	-0,1	-	0,0	-0,2	0,0	0,7	0,1	-	2,2
2009 Jul	-	2,2	-	1,7	-0,3	-	-0,2	-0,4	-0,2	1,1	0,1	-	-2,1
2009 Ago	-	.	-	.	0,2	-	-0,2	0,5	-0,6	.	.	-	1,0

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) En el año 2005.

3) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representan el 61,2% del total de las manufacturas en el año 2005.

4) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 III	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
IV	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 I	65,7	-36	-56	20	-31	72,5	-33	-11	-41	64	-14
II	70,2	-33	-62	18	-21	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	79,9	-26	-58	12	-9	.	-21	-5	-20	51	-9
2009 Abr	67,3	-35	-60	20	-25	70,3	-31	-10	-38	63	-11
May	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
Jun	73,2	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9
Jul	76,0	-30	-61	14	-13	69,5	-23	-6	-23	53	-10
Ago	80,8	-25	-56	13	-8	-	-22	-5	-21	53	-9
Sep	82,8	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 III	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-32	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-19	-13	-6
2009 Abr	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
May	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14
Jun	-33	-42	-24	-17	-24	9	-17	-20	-26	-22	-11
Jul	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-24	-19	-9
Ago	-32	-40	-23	-14	-20	10	-12	-11	-16	-10	-5
Sep	-31	-42	-19	-15	-21	10	-14	-9	-15	-10	-2

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

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

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	15,9	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,846	1,0	1,0	0,5	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,148	1,6	1,8	0,7	-1,8	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,712	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,3	3,9	2,0	4,1	1,2
2008	147,821	0,8	0,9	-0,3	-1,4	-0,2	-2,2	1,3	2,2	1,1
2008 II	148,164	1,1	1,3	-0,2	-1,8	0,3	-1,4	1,6	2,6	1,4
III	147,743	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	1,8	1,0
IV	147,304	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,4
2009 I	146,215	-1,2	-1,0	-2,3	-2,0	-3,0	-7,1	-1,2	-1,2	1,4
II	145,526	-1,8	-1,7	-2,2	-1,9	-4,6	-7,6	-1,9	-1,9	1,4
<i>tasas de variación intertrimestral (d.)</i>										
2008 II	0,089	0,1	0,2	-0,5	-1,1	-0,1	-0,9	0,1	0,0	0,6
III	-0,421	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-2,0	-0,2	0,0	0,1
IV	-0,439	-0,3	-0,3	-0,4	0,3	-1,0	-2,1	-0,4	-0,4	0,6
2009 I	-1,089	-0,7	-0,7	-0,9	-0,7	-1,5	-2,1	-0,8	-0,8	0,1
II	-0,689	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,5	-1,5	-0,5	-0,6	0,5

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾			
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres	
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa
% del total ²⁾	100,0		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,717	9,0	10,674	7,9	3,042	17,5	6,916	8,1	6,801	10,0
2006	12,879	8,3	10,054	7,3	2,825	16,4	6,388	7,5	6,491	9,4
2007	11,661	7,5	9,114	6,6	2,546	14,9	5,731	6,7	5,929	8,5
2008	11,892	7,6	9,267	6,6	2,625	15,4	5,998	6,9	5,894	8,3
2008 II	11,595	7,4	9,041	6,4	2,553	15,0	5,776	6,7	5,819	8,2
III	11,964	7,6	9,314	6,6	2,649	15,6	6,074	7,0	5,889	8,3
IV	12,656	8,0	9,844	7,0	2,813	16,6	6,549	7,6	6,108	8,6
2009 I	13,850	8,8	10,770	7,6	3,080	18,3	7,319	8,5	6,531	9,2
II	14,675	9,3	11,465	8,1	3,210	19,2	7,847	9,1	6,827	9,5
2009 Mar	14,237	9,0	11,069	7,8	3,168	18,8	7,567	8,7	6,670	9,3
Abr	14,503	9,2	11,309	8,0	3,194	19,0	7,741	8,9	6,762	9,5
May	14,684	9,3	11,463	8,1	3,221	19,2	7,858	9,1	6,826	9,5
Jun	14,836	9,4	11,623	8,2	3,214	19,4	7,943	9,2	6,893	9,6
Jul	15,000	9,5	11,779	8,3	3,221	19,6	8,048	9,3	6,952	9,7
Ago	15,165	9,6	11,933	8,4	3,233	19,7	8,123	9,4	7,042	9,8

Fuente: Eurostat.

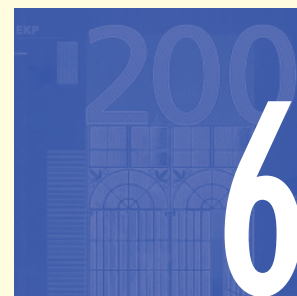
1) Los datos se refieren al Euro-16. Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

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 ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,1
2008	46,7	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) ⁵⁾

	BE	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 ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾
						Total	IFM	Otras sociedades financieras	Resto de sectores	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,5	10,8	8,3	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,2	11,2	7,1	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes ⁵⁾	Otras monedas
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,5	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 5) Para antes de 1999, incluye la deuda en ECU, en moneda nacional y en las monedas de otros Estados miembros que han adoptado el euro.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros			Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
2000	1,1	1,1	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	0,9	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,2	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2003 I	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
II	45,8	44,4	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	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
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	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
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	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
II	45,5	45,0	12,4	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	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,8	45,4	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 I	42,0	41,7	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,6
II	45,0	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,8
III	43,0	42,7	11,7	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7
2009 I	42,3	42,1	10,6	12,6	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	
	1	Total 2	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Beneficios sociales 7		Inversión 9	Transf. de capital 11			
							Beneficios sociales 7	Subvenciones 8					
2003 I	46,9	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	26,5	23,0	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,7	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,7	3,3	24,8	21,5	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,0	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	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,2	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	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 I	44,3	41,1	9,8	4,6	2,9	23,8	20,3	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	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	44,9	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	50,2	45,1	10,6	5,7	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 I	44,5	41,4	9,7	4,6	2,9	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
II	45,1	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	45,2	41,8	9,6	4,9	3,0	24,2	21,0	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	51,6	46,5	11,0	5,9	2,8	26,8	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0
2009 I	47,9	44,5	10,5	5,0	3,0	26,0	22,2	1,3	3,4	2,1	1,2	-5,6	-2,6

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, empleos y déficit/superávit se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2006 II	70,4	2,5	11,6	4,9	51,4
III	69,9	2,5	11,6	4,7	51,1
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	11,2	5,1	50,3
III	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
II	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5
2009 I	73,1	2,3	10,9	7,9	52,0

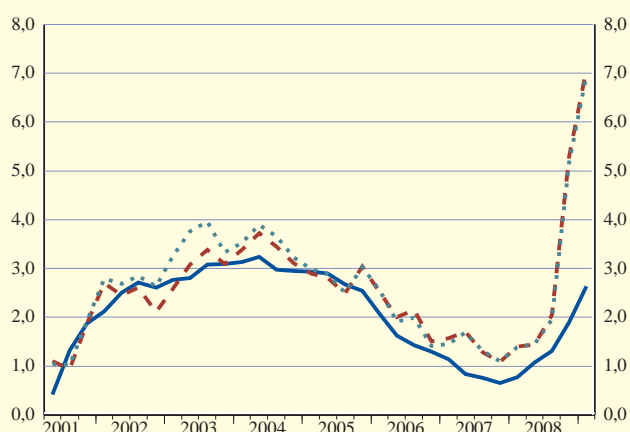
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ 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	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,2
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	6,6	0,6	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)

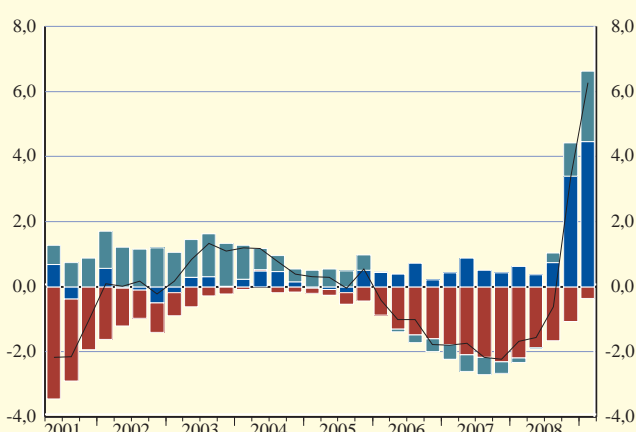
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



C30 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Crecimiento/diferencial de tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

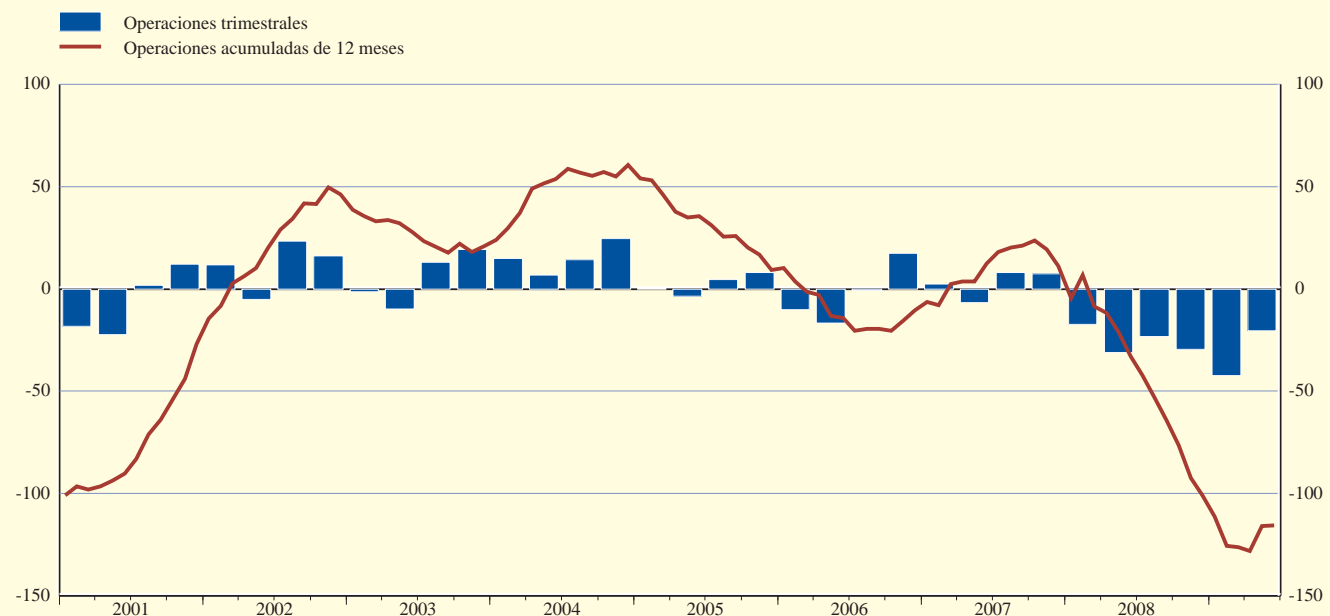
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Renta	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-101,0	-6,0	42,8	-41,3	-96,4	12,0	-89,0	303,3	-242,3	441,5	-56,7	164,6	-3,9	-214,3
2008 II	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
III	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
IV	-29,5	-0,6	6,2	-9,8	-25,3	1,0	-28,5	126,3	-77,7	204,2	-16,7	17,0	-0,4	-97,9
2009 I	-42,4	-10,3	0,8	-2,6	-30,2	1,5	-40,8	147,9	-38,5	179,4	14,3	-13,0	5,7	-107,0
II	-20,5	11,2	9,3	-23,5	-17,5	2,5	-18,0	16,7	-8,9	94,0	28,2	-94,1	-2,5	1,3
2008 Jul	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
Ago	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
Sep	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
Oct	-8,1	3,9	1,5	-2,7	-10,9	-0,1	-8,2	75,0	-12,0	142,6	-3,2	-44,5	-7,9	-66,7
Nov	-16,0	-4,0	1,4	-4,2	-9,2	1,3	-14,6	15,1	-51,9	53,7	-9,5	23,2	-0,4	-0,5
Dic	-5,3	-0,5	3,3	-2,9	-5,2	-0,3	-5,6	36,3	-13,9	7,9	-4,0	38,3	7,9	-30,7
2009 Ene	-28,4	-13,9	0,2	-3,5	-11,2	0,2	-28,3	45,4	-9,4	2,3	7,2	39,9	5,3	-17,2
Feb	-7,0	0,3	0,5	-1,7	-6,2	0,5	-6,5	34,5	-8,5	81,4	2,9	-42,5	1,2	-28,0
Mar	-7,0	3,3	0,0	2,6	-12,9	0,9	-6,1	68,0	-20,6	95,7	4,2	-10,4	-0,8	-61,9
Abr	-9,4	3,9	2,3	-7,2	-8,4	2,0	-7,4	-2,5	-4,5	-9,0	7,7	3,1	0,1	9,9
May	-11,9	2,2	3,6	-11,4	-6,2	0,2	-11,6	26,6	4,8	58,0	10,4	-44,4	-2,3	-15,0
Jun	0,8	5,1	3,4	-4,9	-2,9	0,3	1,0	-7,4	-9,2	44,9	10,1	-52,8	-0,3	6,4
Jul	8,8	12,6	4,0	-1,1	-6,6	0,6	9,4	-34,1	5,3	-23,0	6,4	-19,4	-3,5	24,7
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2009 Jul	-102,5	3,5	29,4	-39,4	-96,0	6,6	-95,9	269,9	-154,2	547,0	24,0	-150,1	3,2	-174,0

C31 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

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

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

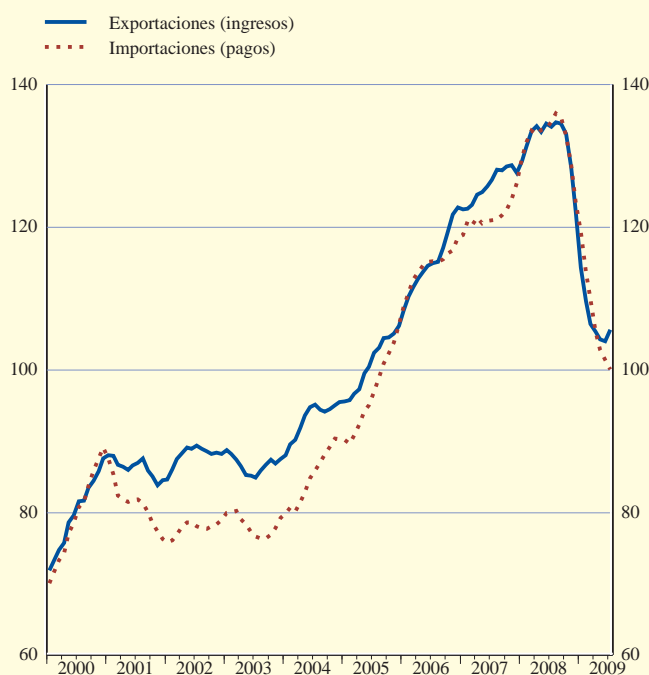
(mm de euros; operaciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital			
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas trabajad.	11	12	Remesas trabajad.	13	14	15
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7	
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2	
2008	2.761,1	2.862,0	-101,0	1.579,5	1.585,5	506,5	463,8	586,0	627,3	89,0	6,7	185,5	21,3	25,7	13,7	
2008 II	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1	
III	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9	
IV	674,8	704,2	-29,5	378,4	379,0	127,3	121,0	141,7	151,5	27,4	1,8	52,7	5,5	4,7	3,8	
2009 I	560,0	602,4	-42,4	308,3	318,6	108,9	108,1	117,7	120,3	25,1	1,4	55,4	4,9	4,2	2,6	
II	563,4	583,9	-20,5	311,0	299,8	113,3	104,0	121,6	145,1	17,5	-	35,0	-	4,8	2,3	
2009 May	184,3	196,2	-11,9	99,2	97,1	37,3	33,7	42,0	53,4	5,8	.	12,0	.	0,9	0,7	
Jun	193,3	192,5	0,8	107,6	102,5	39,3	36,0	40,0	44,9	6,3	.	9,2	.	1,1	0,9	
Jul	198,0	189,2	8,8	116,8	104,2	42,3	38,4	34,6	35,7	4,3	.	10,9	.	1,4	0,8	
	Datos desestacionalizados															
2008 II	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.	
III	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.	
IV	653,8	697,1	-43,2	366,6	370,4	125,8	117,3	139,0	160,3	22,5	.	49,0	.	.	.	
2009 I	581,4	625,7	-44,3	319,3	329,7	120,0	115,3	121,6	133,0	20,5	.	47,7	.	.	.	
II	563,3	573,8	-10,5	312,1	304,2	114,3	107,4	117,9	121,5	19,0	.	40,7	.	.	.	
2009 Feb	194,2	206,9	-12,7	106,9	108,0	39,4	37,8	40,0	45,9	7,9	.	15,1	.	.	.	
Mar	190,1	200,1	-10,0	105,2	106,3	39,2	38,3	39,3	39,1	6,6	.	16,4	.	.	.	
Abr	187,6	193,7	-6,1	104,1	101,7	38,7	35,7	38,6	41,5	6,2	.	14,8	.	.	.	
May	190,1	190,2	-0,1	103,5	100,6	38,6	35,6	41,7	39,7	6,4	.	14,3	.	.	.	
Jun	185,6	189,9	-4,3	104,5	102,0	37,1	36,0	37,6	40,3	6,4	.	11,6	.	.	.	
Jul	188,2	181,6	6,6	108,8	97,6	37,3	34,6	35,4	37,1	6,6	.	12,3	.	.	.	

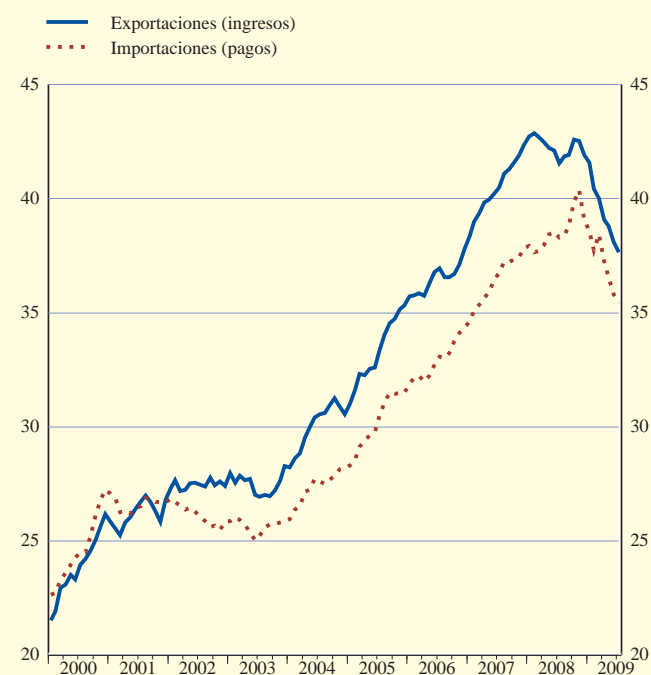
C32 Bienes

(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			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	566,9	616,8	189,4	61,9	134,5	47,4	29,8	25,5	42,7	124,4	123,7	128,1	181,3	204,3
2008 I	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
II	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
III	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
IV	4,9	2,7	136,8	148,8	41,5	8,3	36,3	11,4	8,4	6,3	8,4	21,0	31,0	34,1	47,5	51,0
2009 I	4,6	2,1	113,1	118,3	38,9	12,9	28,5	17,1	5,2	5,4	7,3	13,5	25,8	33,1	35,8	37,7

3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

II 2008 a I 2009	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Ingresos															
Cuenta corriente	2.640,6	949,6	57,8	80,4	487,6	267,2	56,5	39,1	34,2	83,1	29,8	54,9	96,1	183,3	383,7	786,8
Bienes	1.497,5	509,5	34,7	50,4	217,4	206,9	0,0	21,8	18,0	64,0	22,4	32,3	73,0	90,9	183,2	482,5
Servicios	498,5	166,8	12,5	13,1	107,1	28,6	5,6	7,5	6,7	14,7	5,6	11,1	13,5	49,3	77,7	145,5
Renta	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
	Pagos															
Cuenta corriente	2.766,8	870,3	46,6	80,3	419,8	221,2	102,4	-	31,2	-	-	96,7	-	178,2	388,9	-
Bienes	1.511,3	412,0	29,7	47,1	164,1	171,1	0,0	26,6	14,0	177,7	20,7	52,7	101,1	79,1	141,9	485,4
Servicios	465,0	140,6	8,3	11,3	87,7	33,1	0,2	5,6	6,8	11,3	4,6	8,3	9,0	39,6	97,0	142,4
Renta	603,9	204,7	7,6	20,7	155,7	12,1	8,6	-	8,6	-	-	35,2	-	53,5	142,0	-
Rentas de la inversión	593,4	198,6	7,5	20,6	154,2	7,7	8,6	-	8,6	-	-	35,1	-	53,0	141,0	-
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
	Neto															
Cuenta corriente	-126,1	79,3	11,3	0,1	67,7	46,1	-45,9	-	3,0	-	-	-41,8	-	5,1	-5,1	-
Bienes	-13,8	97,4	5,0	3,3	53,4	35,8	0,0	-4,8	3,9	-113,7	1,7	-20,4	-28,1	11,8	41,3	-2,9
Servicios	33,5	26,2	4,2	1,8	19,4	-4,5	5,3	1,9	0,0	3,4	1,0	2,8	4,5	9,8	-19,3	3,1
Renta	-47,4	5,9	2,3	-5,3	-5,6	16,4	-1,9	-	0,2	-	-	-24,0	-	-17,2	-26,1	-
Rentas de la inversión	-55,7	5,5	2,2	-5,4	-5,7	20,1	-5,7	-	0,2	-	-	-23,9	-	-23,7	-26,9	-
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 ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,4	142,5	-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	152,8	165,8	-12,9	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 IV	13.069,7	14.873,5	-1.803,9	141,0	160,5	-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	139,0	160,6	-21,6	3.771,7	3.229,1	3.609,5	6.029,9	-44,8	5.044,7	5.503,3	395,7
Variaciones de los saldos vivos														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 IV	-859,4	-311,8	-547,6	-36,3	-13,2	-23,1	-34,9	24,4	-557,5	-43,2	-22,0	-248,3	-292,9	3,3
2009 I	-292,8	-111,2	-181,6	-13,4	-5,1	-8,3	29,2	6,0	-114,0	44,0	-46,0	-183,6	-161,3	21,6
Operaciones														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	698,5	-303,3	4,3	7,5	-3,3	348,1	105,8	-20,2	421,4	56,7	6,7	171,4	3,9
2008 IV	-373,1	-246,8	-126,3	-15,8	-10,4	-5,3	47,6	-30,1	-160,7	43,4	16,7	-277,1	-260,1	0,4
2009 I	-246,1	-98,2	-147,9	-11,2	-4,5	-6,7	79,3	40,8	-72,2	107,2	-14,3	-233,2	-246,2	-5,7
II	-81,4	-64,7	-16,7	-3,6	-2,9	-0,7	88,9	80,0	10,5	104,5	-28,2	-155,1	-249,2	2,5
2009 Mar	-122,5	-54,6	-68,0	.	.	.	33,4	12,8	-63,1	32,6	-4,2	-89,6	-100,0	0,8
Abr	78,7	76,2	2,5	.	.	.	59,2	54,7	-0,6	-9,6	-7,7	28,0	31,1	-0,1
May	-138,5	-111,9	-26,6	.	.	.	14,3	19,0	8,9	66,9	-10,4	-153,5	-197,9	2,3
Jun	-21,6	-29,0	7,4	.	.	.	15,4	6,2	2,2	47,1	-10,1	-29,5	-82,3	0,3
Jul	-32,7	-66,8	34,1	.	.	.	11,6	17,0	5,5	-17,5	-6,4	-46,9	-66,3	3,5
Otros flujos														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 IV	2,8	4,7	-	.	.	.	10,0	3,4	-0,7	7,0	.	0,1	3,2	1,1
2009 I	-3,0	0,1	-	.	.	.	7,2	1,7	-4,0	6,3	.	-9,5	-7,1	-1,9
II	-4,2	-1,4	-	.	.	.	8,4	4,5	-6,6	5,3	.	-10,4	-11,4	-1,3

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

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

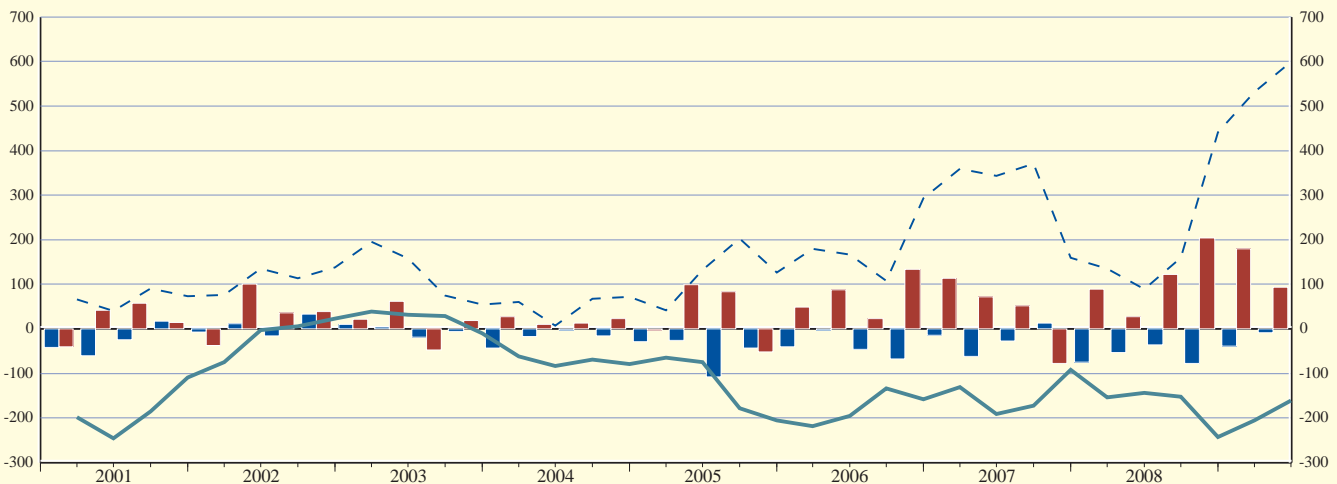
2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 IV	3.742,5	2.951,6	248,7	2.703,0	790,9	6,1	784,7	3.223,1	2.394,4	75,8	2.318,6	828,7	17,1	811,6
2009 I	3.771,7	2.953,9	254,8	2.699,0	817,8	12,0	805,8	3.229,1	2.403,7	77,7	2.325,9	825,5	17,3	808,2
Operaciones														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	348,1	227,5	14,0	213,5	120,6	-0,2	120,8	105,8	76,9	-1,3	78,2	28,9	1,5	27,4
2008 IV	47,6	27,9	5,8	22,1	19,7	-0,3	20,0	-30,1	8,6	0,0	8,6	-38,7	-0,2	-38,6
2009 I	79,3	36,2	9,1	27,1	43,1	0,9	42,2	40,8	34,7	1,0	33,7	6,1	0,1	5,9
II	88,9	66,2	10,2	55,9	22,7	0,6	22,2	80,0	62,3	0,3	62,0	17,7	1,1	16,5
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
Abr	59,2	49,7	6,7	43,0	9,5	1,5	7,9	54,7	47,8	0,3	47,5	6,9	0,1	6,8
May	14,3	7,7	0,7	6,9	6,6	0,1	6,5	19,0	5,0	-0,1	5,1	14,1	0,1	14,0
Jun	15,4	8,7	2,8	6,0	6,7	-1,1	7,7	6,2	9,6	0,1	9,4	-3,4	0,9	-4,3
Jul	11,6	2,2	3,0	-0,8	9,4	3,3	6,1	17,0	10,0	0,3	9,8	6,9	0,9	6,1
Tasas de crecimiento														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 IV	10,0	8,1	5,7	8,3	17,8	-4,5	18,0	3,4	3,3	-1,9	3,5	3,9	8,4	3,8
2009 I	7,2	5,1	6,0	5,0	15,8	-19,9	16,2	1,7	2,9	-0,7	3,0	-1,8	8,3	-2,0
II	8,4	6,8	7,0	6,8	14,5	7,8	14,6	4,5	5,8	2,9	5,9	0,7	9,0	0,6

C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones										
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario			Total	IFM		No IFM	
			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM	Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema		AAPP			
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2	
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5	
2008 IV	3.723,6	1.144,8	70,6	3,0	1.074,1	28,0	2.134,3	955,1	19,9	1.179,2	17,0	444,5	376,9	61,6	67,6	1,2	
2009 I	3.609,5	1.053,7	62,2	2,9	991,4	27,9	2.089,4	913,5	17,1	1.175,9	16,1	466,5	389,1	58,9	77,4	1,7	
Operaciones																	
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3	
2008	-20,2	-113,2	-55,4	0,6	-57,8	-0,5	88,6	48,2	10,3	40,4	2,4	4,4	21,8	21,2	-17,4	0,3	
2008 IV	-160,7	-49,9	-4,0	0,4	-45,8	-1,3	-62,1	-16,7	-1,1	-45,4	-0,5	-48,8	-22,1	-5,1	-26,7	0,2	
2009 I	-72,2	-34,4	-7,9	0,0	-26,6	0,2	-57,4	-40,5	-2,4	-16,9	-1,2	19,7	13,4	-0,5	6,3	0,4	
II	10,5	5,3	1,2	0,0	4,1	-	8,0	-14,8	3,5	22,8	-	-2,9	-0,4	-6,6	-2,5	-	
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	.	
Abr	-0,6	-2,5	0,1	-0,1	-2,6	.	6,9	-6,6	0,6	13,5	.	-5,1	0,3	1,3	-5,4	.	
May	8,9	3,0	1,2	0,0	1,8	.	-0,1	-9,9	-0,2	9,8	.	6,0	2,2	-1,9	3,9	.	
Jun	2,2	4,8	-0,1	0,0	4,9	.	1,3	1,7	3,1	-0,5	.	-3,9	-2,9	-6,1	-1,0	.	
Jul	5,5	3,6	0,9	0,0	2,7	.	6,2	-11,7	0,7	17,9	.	-4,3	1,4	0,8	-5,7	.	
Tasas de crecimiento																	
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3	
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4	
2008 IV	-0,7	-6,6	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,0	5,1	48,9	3,2	14,6	0,7	6,1	82,5	-22,2	52,8	
2009 I	-4,0	-7,3	-23,2	19,1	-6,1	0,8	-0,4	-2,3	7,9	1,1	4,3	-10,1	-5,9	51,3	-27,8	74,6	
II	-6,6	-8,6	-17,6	15,0	-8,0	-	-4,1	-7,5	0,2	-1,5	-	-12,2	-10,2	-21,6	-22,0	-	

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones								
		Total	IFM	No IFM	AAPP	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
						Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	AAPP		
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0		
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5		
2008 IV	5.985,8	2.135,2	574,2	1.561,0	3.255,2	1.148,8	2.106,4	1.374,1	595,4	172,4	423,0	355,9		
2009 I	6.029,9	2.065,0	593,5	1.471,5	3.337,3	1.139,0	2.198,3	1.437,6	627,6	169,8	457,9	405,3		
Operaciones														
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1		
2008	421,4	-73,5	94,8	-168,6	274,7	42,3	232,6	205,5	220,2	-6,3	226,4	199,2		
2008 IV	43,4	-42,4	19,2	-61,9	-20,0	-44,8	24,7	40,8	105,8	-10,5	116,3	109,1		
2009 I	107,2	-10,9	4,3	-15,3	82,1	-13,7	95,8	65,4	36,0	1,2	34,8	51,1		
II	104,5	-5,2	-11,7	6,5	95,7	33,0	62,6	-	14,0	-12,2	26,1	-		
2009 Mar	32,6	24,3	.	.	15,2	.	.	.	-6,9	.	.	.		
Abr	-9,6	-21,9	.	.	-15,4	.	.	.	27,7	.	.	.		
May	66,9	11,5	.	.	55,9	.	.	.	-0,5	.	.	.		
Jun	47,1	5,3	.	.	55,1	.	.	.	-13,2	.	.	.		
Jul	-17,5	22,5	.	.	-60,4	.	.	.	20,4	.	.	.		
Tasas de crecimiento														
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2		
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6		
2008 IV	7,0	-3,2	13,0	-8,7	9,6	3,8	13,1	18,9	65,6	-3,5	135,5	144,6		
2009 I	6,3	-5,6	3,8	-9,1	9,6	0,9	14,6	17,6	65,3	-5,9	133,9	135,0		
II	5,3	-5,2	-0,6	-7,1	7,0	-1,4	11,9	-	58,7	-14,2	122,8	-		

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 IV	5.228,2	28,8	27,7	1,0	3.273,9	3.214,9	59,0	101,2	12,0	41,2	7,2	1.824,3	189,2	1.409,7	443,7
2009 I	5.044,7	21,7	21,4	0,3	3.093,8	3.037,2	56,6	106,7	12,0	45,4	14,5	1.822,5	176,9	1.416,2	446,2
Operaciones															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	6,7	-9,0	-9,0	0,0	-44,7	-60,0	15,3	-6,6	-1,1	-6,7	-5,9	67,0	9,3	-1,2	-44,8
2008 IV	-277,1	-6,9	-7,0	0,0	-240,9	-250,8	10,0	0,0	-0,3	1,0	-1,9	-29,3	-9,5	-19,0	-3,7
2009 I	-233,2	-8,2	-8,2	0,0	-222,1	-220,3	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	-9,4	-8,6	-1,1	-1,7
II	-155,1	7,0	-	-	-81,8	-	-	-4,3	-	-	-5,3	-75,9	-	-	-23,5
2009 Mar	-89,6	-2,2	-	-	-90,0	-	-	0,8	-	-	0,8	1,9	-	-	4,0
Abr	28,0	1,6	-	-	39,6	-	-	-9,9	-	-	-10,2	-3,4	-	-	-7,3
May	-153,5	0,0	-	-	-64,6	-	-	3,8	-	-	3,7	-92,8	-	-	-21,2
Jun	-29,5	5,3	-	-	-56,9	-	-	1,8	-	-	1,2	20,3	-	-	4,9
Jul	-46,9	-2,2	-	-	-37,2	-	-	-4,5	-	-	-4,4	-3,1	-	-	-7,5
Tasas de crecimiento															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 IV	0,1	-26,4	-27,1	5,0	-1,3	-1,8	21,7	-6,2	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	4,8	-0,1	-10,6
2009 I	-9,5	-57,3	-58,7	6,0	-13,6	-14,1	11,2	4,6	-6,4	9,0	35,9	-0,9	-2,9	-3,1	-14,2
II	-10,4	-28,7	-	-	-13,4	-	-	-5,5	-	-	-42,6	-4,6	-	-	-6,9

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 IV	5.664,6	481,5	481,2	0,3	3.762,9	3.704,2	58,6	61,7	0,0	57,7	3,9	1.358,6	166,4	1.076,7	115,5
2009 I	5.503,3	404,0	400,9	3,2	3.708,6	3.650,0	58,6	58,6	0,0	55,2	3,4	1.332,1	161,0	1.057,1	114,0
Operaciones															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	171,4	280,0	280,0	0,1	-181,4	-192,3	10,9	9,5	0,0	10,9	-1,4	63,2	6,3	57,5	-0,5
2008 IV	-260,1	110,6	110,7	-0,1	-411,7	-418,0	6,3	9,0	0,0	8,6	0,4	32,0	-3,9	29,0	6,8
2009 I	-246,2	-81,5	-84,4	2,9	-112,1	-110,8	-1,3	-2,1	0,0	-0,9	-1,2	-50,5	-8,8	-37,1	-4,7
II	-249,2	-89,3	-	-	-81,4	-	-	-3,0	-	-	-	-75,4	-	-	-
2009 Mar	-100,0	5,6	-	-	-114,2	-	-	1,1	-	-	-	7,5	-	-	-
Abr	31,1	-28,9	-	-	37,8	-	-	-0,6	-	-	-	22,8	-	-	-
May	-197,9	-20,2	-	-	-66,7	-	-	0,1	-	-	-	-111,2	-	-	-
Jun	-82,3	-40,2	-	-	-52,5	-	-	-2,6	-	-	-	13,0	-	-	-
Jul	-66,3	-15,7	-	-	-30,8	-	-	-0,2	-	-	-	-19,7	-	-	-
Tasas de crecimiento															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 IV	3,2	140,9	141,1	20,8	-4,6	-4,9	16,1	18,3	-4,8	23,5	-28,3	4,9	4,0	5,6	-0,8
2009 I	-7,1	82,4	81,3	709,6	-13,6	-14,0	9,2	15,5	0,9	17,9	-19,4	-2,3	-3,5	-1,6	-7,5
II	-11,4	19,0	-	-	-15,0	-	-	12,2	-	-	-	-6,9	-	-	-

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
2008 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 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
2009 Jul	386,5	230,8	347,531	4,2	11,5	139,2	9,2	9,7	120,1	-	-	-	0,2	0,8	67,6	-59,5
2009 Ago	428,0	232,7	347,515	45,2	11,6	138,1	11,2	7,9	119,0	-	-	-	0,1	0,4	62,7	-55,0
Operaciones																
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 IV	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
2009 I	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
2009 II	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 IV	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-
2009 I	-1,9	-1,1	-	4,6	131,3	-6,3	139,6	-90,4	6,7	2,6	3,8	24,9	1.001,7	-	-	-
2009 II	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
En el exterior	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Otro capital	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
En la zona del euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Otro capital	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
Inversiones de cartera	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Acc. y participaciones	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Valores distintos de acciones	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Bonos y obligaciones	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Instrum. mercado monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
Otras inversiones	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Activos	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
AAPP	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Otros sectores	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Pasivos	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
AAPP	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Otros sectores	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
II 2008 a I 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	205,6	86,5	-0,4	7,1	54,4	25,4	0,0	-7,4	3,1	-1,2	-34,7	91,9	18,2	0,0	49,4
En el exterior	260,6	82,1	1,7	19,3	40,2	20,9	0,0	2,3	3,3	3,8	-20,2	98,1	35,5	0,0	55,7
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	146,2	33,7	0,9	7,9	11,7	13,1	0,0	4,4	4,1	3,5	-18,5	63,7	18,0	0,0	37,3
Otro capital	114,4	48,4	0,8	11,4	28,4	7,8	0,0	-2,1	-0,7	0,3	-1,7	34,3	17,5	0,0	18,5
En la zona del euro	55,0	-4,5	2,1	12,2	-14,3	-4,5	0,0	9,7	0,3	5,0	14,6	6,2	17,3	0,0	6,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	69,1	-8,6	0,1	6,8	-17,5	2,0	0,0	7,8	0,2	2,8	7,7	23,2	22,8	0,0	13,1
Otro capital	-14,1	4,1	2,0	5,4	3,2	-6,5	0,0	1,9	0,0	2,2	6,9	-17,0	-5,5	0,0	-6,8
Inversiones de cartera: Activos	-159,3	30,2	7,2	-3,1	24,4	-2,8	4,6	13,0	-1,3	-16,0	-0,4	-86,9	-77,4	2,7	-23,4
Acc. y participaciones	-103,2	-16,6	0,9	-4,1	-12,8	-0,5	0,1	9,0	-1,1	-13,8	2,3	-37,4	-28,6	0,0	-17,0
Valores distintos de acciones	-56,1	46,8	6,3	1,0	37,2	-2,3	4,5	4,0	-0,2	-2,2	-2,6	-49,5	-48,8	2,7	-6,4
Bonos y obligaciones	-5,8	61,8	3,4	4,2	54,5	-3,5	3,3	3,6	-0,1	-13,1	0,4	-20,2	-53,1	3,1	11,8
Instrum. mercado monetario	-50,2	-15,0	3,0	-3,2	-17,3	1,2	1,3	0,5	-0,1	10,9	-3,1	-29,3	4,3	-0,3	-18,2
Otras inversiones	-101,6	-240,2	-12,6	-5,8	-265,0	59,3	-16,1	-5,1	-9,3	44,5	19,7	-123,2	118,6	12,2	81,0
Activos	-521,8	-325,7	-23,6	-13,6	-341,1	52,7	-0,1	1,4	-9,3	-17,5	-51,7	-134,5	8,1	-9,4	16,8
AAPP	4,7	4,5	-1,3	-0,2	6,1	-0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,2	-1,2
IFM	-510,4	-294,6	-18,5	-11,4	-313,6	49,2	-0,4	0,2	-10,6	-8,0	-48,9	-94,9	-16,0	-10,5	-27,0
Otros sectores	-16,1	-35,6	-3,8	-2,0	-33,6	3,9	-0,2	1,2	1,3	-9,5	-2,8	-39,7	24,1	0,0	45,0
Pasivos	-420,1	-85,5	-11,0	-7,7	-76,1	-6,6	16,0	6,5	-0,1	-62,0	-71,4	-11,4	-110,5	-21,6	-64,1
AAPP	7,9	2,8	0,0	-0,1	1,5	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	5,0	0,1
IFM	-397,1	-88,4	-11,1	-6,8	-73,8	-4,4	7,6	5,2	0,1	-59,7	-69,2	45,9	-121,4	-26,4	-83,2
Otros sectores	-30,9	0,1	0,1	-0,9	-3,8	-2,3	7,0	1,3	-0,2	-2,2	-2,2	-57,3	10,8	-0,2	19,0

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

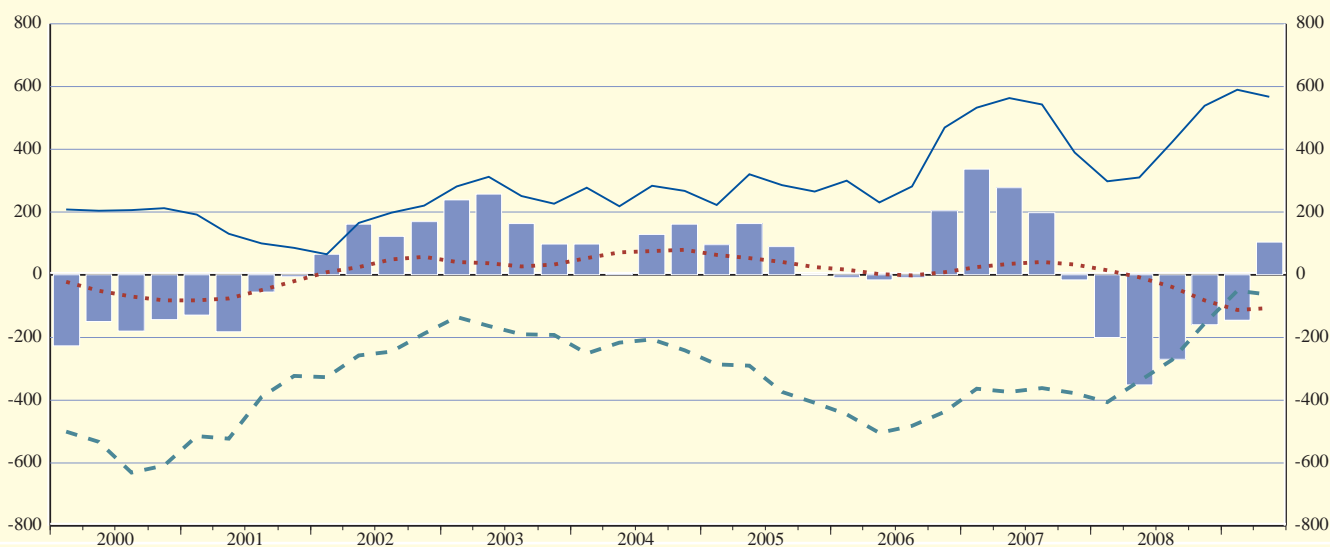
(mm de euros; operaciones)

Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3												Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10	12	
	Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM					
				Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,9	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,5	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	6,6	-16,6
2008	-81,9	-334,8	103,6	35,2	-124,0	538,7	-61,2	73,3	-56,6	-213,8	-121,6	-158,8
2008 II	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,7	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,2	-147,7
III	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,0	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	3,0
IV	-26,8	-42,3	-30,7	117,9	-39,4	143,4	28,8	41,3	-16,5	-95,6	80,2	75,9
2009 I	-40,8	-69,3	40,6	37,2	-7,8	123,5	2,9	-52,6	14,3	-107,0	-59,1	-75,9
II	-18,0	-78,1	78,9	-24,4	-7,4	129,5	80,2	-78,4	28,2	1,3	111,7	100,9
2008 Jul	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,5	-9,3
Ago	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-8,3
Sep	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	20,6
Oct	-7,6	-8,0	-2,0	75,6	-58,0	92,0	-17,3	41,2	-3,2	-67,4	45,2	55,8
Nov	-14,2	-28,3	-21,0	12,9	3,0	60,7	3,0	19,2	-9,6	0,8	26,4	10,9
Dic	-4,9	-6,0	-7,7	29,4	15,7	-9,3	43,1	-19,0	-3,7	-29,0	8,6	9,2
2009 Ene	-28,3	-19,2	15,3	-13,9	-50,4	54,8	-6,7	-44,1	7,2	-17,2	-102,4	-111,0
Feb	-6,5	-19,4	12,4	32,8	-0,2	57,5	12,3	-17,1	2,9	-28,0	46,7	45,9
Mar	-6,1	-30,7	13,0	18,4	42,7	11,1	-2,7	8,6	4,2	-61,9	-3,4	-10,8
Abr	-7,4	-51,0	54,6	-5,5	-29,1	27,6	13,3	22,2	7,7	9,9	42,4	34,7
May	-11,6	-13,5	19,0	-15,5	20,0	52,7	89,0	-111,1	10,4	-15,0	24,4	31,7
Jun	1,0	-13,7	5,3	-3,4	1,7	49,2	-22,0	10,4	10,1	6,4	44,9	34,5
Jul	9,4	-5,3	16,1	-14,9	22,3	-36,3	7,6	-19,8	6,4	24,7	10,1	13,3
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2009 Jul	-93,2	-254,1	134,1	131,4	-93,8	500,0	99,3	-120,8	24,0	-173,9	153,2	126,5

C35 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Activos exteriores netos de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones por no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones³⁾



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)				Importaciones (c.i.f.)						
	Expór- taciones	Impór- taciones	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	738,7	326,4	401,3	1.282,6	1.491,8	914,3	234,4	323,2	1.019,9	227,5
2008	3,8	7,9	1.563,2	764,7	334,9	410,9	1.304,1	1.600,0	1.012,8	230,5	331,3	1.018,6	288,6
2008 III	5,7	13,0	398,7	197,0	84,3	103,0	329,2	413,4	269,1	58,8	83,6	257,4	85,5
2008 IV	-4,9	-2,0	366,9	174,0	81,4	95,5	303,9	375,1	229,1	56,0	81,7	241,3	55,2
2009 I	-21,3	-20,8	311,0	146,9	65,4	86,3	258,7	320,6	181,2	49,4	78,7	213,3	35,6
2009 II	-23,7	-26,7	308,8	149,5	63,6	84,6	254,3	304,6	169,7	47,3	75,8	201,1	41,3
2009 Feb	-23,4	-21,6	103,4	48,9	22,3	28,6	85,5	105,8	59,4	16,5	26,2	69,9	11,2
2009 Mar	-15,3	-18,2	104,7	50,3	22,0	28,8	88,1	106,2	59,4	16,8	26,2	71,2	12,6
2009 Abr	-26,4	-27,2	103,7	50,6	21,3	28,4	86,5	103,3	57,4	16,2	25,5	68,2	13,0
2009 May	-23,0	-27,1	102,0	49,0	21,2	27,9	84,6	100,6	55,7	15,6	25,0	67,1	13,7
2009 Jun	-21,5	-25,9	103,0	49,9	21,1	28,3	83,2	100,7	56,6	15,5	25,3	65,8	14,7
2009 Jul	-19,3	-29,8	107,2				100,4						
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	8,6	6,8	144,5	141,3	153,1	144,6	142,1	129,1	123,2	143,3	141,5	134,8	107,7
2008	1,5	-0,1	146,3	140,8	156,6	146,5	143,0	128,3	121,4	142,2	142,3	133,1	106,6
2008 III	2,6	1,4	147,9	142,7	158,0	146,0	144,0	127,1	120,3	147,2	143,2	134,0	106,6
2008 IV	-7,5	-5,2	136,4	127,0	150,0	136,2	131,1	122,3	114,6	134,1	136,6	122,3	106,7
2009 I	-21,2	-14,9	117,6	110,7	119,8	124,4	111,9	113,2	104,3	117,4	130,9	109,5	99,3
2009 II	-22,6	-19,1	118,0	114,5	117,6	122,1	111,7	108,3	97,4	113,3	129,7	105,7	97,2
2009 Feb	-23,6	-15,6	116,5	110,0	122,7	121,7	110,4	112,4	103,1	118,2	130,4	107,9	94,4
2009 Mar.	-15,2	-11,8	119,2	114,5	120,8	124,6	114,6	112,2	102,4	118,5	130,8	109,5	101,3
2009 Abr	-25,6	-20,6	119,1	115,8	118,7	124,1	114,0	110,9	99,8	116,2	131,7	107,3	99,8
2009 May	-22,2	-19,7	117,3	112,9	117,5	120,5	111,5	107,6	96,5	112,0	127,7	105,6	98,1
2009 Jun	-20,0	-16,9	117,6	114,8	116,5	121,8	109,5	106,5	96,0	111,7	129,7	104,2	93,7
2009 Jul													

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera	Total (índice 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
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
2009 II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,4	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
2009 Mar	100,9	-1,8	-2,0	1,5	1,3	-35,1	-1,8	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-29,8	-2,8
2009 Abr	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,1	-36,0	-2,1	100,5	-10,7	-5,5	0,5	2,3	-33,7	-3,2
2009 May	100,8	-3,0	-3,9	1,4	0,9	-37,8	-2,9	101,1	-13,1	-6,8	0,1	1,3	-37,2	-4,5
2009 Jun	101,1	-3,3	-4,9	1,4	0,8	-35,4	-3,2	102,7	-13,2	-7,3	-0,2	0,6	-35,0	-5,0
2009 Jul	100,7	-4,0	-5,8	1,3	0,5	-39,1	-3,8	101,5	-15,0	-8,1	-0,5	0,7	-39,2	-5,4
2009 Ago	101,1	-3,6	-6,2	0,8	0,8	-30,5	-3,5	103,1	-12,4	-7,7	-1,1	-0,4	-32,5	-4,9

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2007	1.508,0	34,1	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,9	138,1
2008	1.563,2	35,1	54,2	221,7	231,4	78,5	86,5	42,9	187,1	308,0	65,7	33,7	100,4	68,3	149,2
2008 I	398,6	8,9	14,0	57,3	58,8	19,7	21,4	12,4	49,7	79,1	17,2	8,9	24,0	16,2	37,1
II	399,0	9,1	14,5	58,2	60,0	20,3	22,2	11,4	47,4	77,9	16,8	8,6	24,9	16,7	36,4
III	398,7	9,1	14,1	56,5	60,4	20,8	21,8	10,8	46,4	76,6	16,0	8,2	26,7	17,9	37,9
IV	366,9	8,0	11,6	49,7	52,2	17,7	21,2	8,4	43,6	74,4	15,7	8,1	24,8	17,5	37,8
2009 I	311,0	7,3	10,0	42,3	43,6	12,6	20,0	7,7	39,7	65,0	15,4	7,1	23,4	12,8	26,6
II	308,8	6,4	9,6	42,3	42,0	12,2	19,2	8,3	37,5	70,4	16,7	7,0	22,7	12,2	26,0
2009 Feb	103,4	2,3	3,3	13,9	14,1	4,3	6,7	2,5	12,9	22,1	5,2	2,4	7,9	4,3	8,9
Mar	104,7	2,4	3,4	14,2	14,7	4,2	6,5	2,7	13,8	22,6	5,6	2,2	7,8	4,2	8,3
Abr	103,7	2,3	3,2	14,2	14,3	4,2	6,4	2,7	12,6	23,2	5,6	2,4	7,6	4,2	8,8
May	102,0	2,2	3,1	13,8	13,9	3,8	6,3	2,8	12,5	23,3	5,6	2,2	7,5	4,1	8,7
Jun	103,0	2,0	3,3	14,3	13,8	4,2	6,5	2,8	12,4	23,9	5,5	2,4	7,6	3,9	8,4
Jul	107,2	.	.	.	.	4,2	6,5	3,0	12,6	24,6	5,7	2,6	7,7	5,1	.
<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
Importaciones (c.i.f.)															
2007	1.491,8	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,4	131,7	455,6	172,7	59,1	113,4	75,2	94,0
2008	1.600,0	30,3	52,4	165,6	185,7	119,1	69,6	32,3	137,4	478,2	184,1	57,0	139,7	81,7	107,8
2008 I	403,5	7,3	13,7	43,8	46,4	30,0	16,8	8,6	34,6	121,3	44,6	14,8	34,7	20,3	25,9
II	407,9	7,8	13,6	42,6	47,6	30,9	17,5	8,5	33,7	120,1	45,0	14,6	36,9	20,3	28,2
III	413,4	8,0	13,4	42,2	48,0	33,7	17,9	8,1	35,4	123,4	47,9	14,1	37,5	21,3	24,6
IV	375,1	7,2	11,6	37,0	43,7	24,6	17,4	7,1	33,7	113,4	46,5	13,5	30,6	19,8	29,1
2009 I	320,6	6,8	9,3	31,7	39,1	17,7	16,7	6,6	33,1	98,8	42,1	11,4	23,9	14,9	21,9
II	304,6	6,2	8,8	29,9	38,2	18,1	16,1	6,3	28,3	92,5	39,7	10,2	23,0	14,3	23,1
2009 Feb	105,8	2,2	3,1	10,5	12,8	5,3	5,6	2,2	11,0	32,1	13,7	3,6	8,2	4,9	7,8
Mar	106,2	2,3	3,1	10,4	13,5	6,1	5,5	2,3	11,8	32,6	13,8	3,6	7,5	5,1	6,0
Abr	103,3	2,1	2,9	10,0	12,9	5,8	5,5	2,0	9,4	31,6	13,8	3,4	7,9	4,8	8,3
May	100,6	2,1	2,9	10,0	12,7	5,9	5,3	2,1	9,8	30,5	13,0	3,4	7,3	4,7	7,3
Jun	100,7	2,0	3,0	9,9	12,6	6,4	5,2	2,1	9,1	30,3	12,9	3,4	7,8	4,8	7,5
Jul	100,4	.	.	.	.	6,7	5,3	2,2	9,0	29,9	12,5	3,3	7,5	4,9	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,3	11,6	7,4	4,4	2,0	8,6	29,9	11,5	3,6	8,7	5,1	6,8
Saldo															
2007	16,2	5,4	3,5	61,3	46,8	-34,3	15,1	9,0	64,2	-159,8	-112,1	-24,8	-25,8	-13,3	44,1
2008	-36,7	4,7	1,8	56,0	45,7	-40,6	16,9	10,6	49,7	-170,1	-118,4	-23,2	-39,3	-13,4	41,4
2008 I	-4,9	1,5	0,3	13,5	12,3	-10,2	4,6	3,8	15,0	-42,2	-27,5	-5,9	-10,7	-4,1	11,3
II	-8,9	1,3	0,8	15,5	12,4	-10,6	4,6	2,8	13,7	-42,2	-28,2	-6,0	-12,1	-3,6	8,2
III	-14,7	1,1	0,7	14,2	12,4	-12,9	3,9	2,6	11,0	-46,8	-31,9	-5,9	-10,8	-3,3	13,2
IV	-8,2	0,8	0,0	12,7	8,6	-6,9	3,7	1,3	10,0	-39,0	-30,8	-5,4	-5,8	-2,3	8,7
2009 I	-9,6	0,5	0,6	10,6	4,5	-5,1	3,3	1,1	6,6	-33,8	-26,7	-4,4	-0,5	-2,2	4,8
II	4,2	0,2	0,8	12,4	3,8	-5,9	3,2	2,1	9,2	-22,1	-23,0	-3,2	-0,4	-2,1	2,9
2009 Feb	-2,4	0,0	0,2	3,5	1,4	-1,0	1,1	0,3	1,9	-10,1	-8,5	-1,1	-0,4	-0,6	1,1
Mar	-1,5	0,1	0,3	3,8	1,2	-1,9	1,0	0,4	2,0	-10,0	-8,2	-1,3	0,2	-0,8	2,3
Abr	0,4	0,2	0,3	4,2	1,4	-1,6	0,9	0,7	3,3	-8,4	-8,2	-1,1	-0,3	-0,6	0,5
May	1,5	0,1	0,2	3,7	1,2	-2,0	1,0	0,7	2,7	-7,2	-7,4	-1,1	0,2	-0,5	1,5
Jun	2,3	0,0	0,3	4,5	1,2	-2,2	1,2	0,6	3,3	-6,4	-7,4	-1,0	-0,3	-0,9	1,0
Jul	6,8	.	.	.	.	-2,5	1,3	0,9	3,6	-5,3	-6,8	-0,7	0,2	0,2	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominal 1	Real, IPC 2	Real, IPRI 3	Real, deflactor del PIB 4	Real, CLUM 5	Real, CLUT 6	Nominal 7	Real, IPC 8	
2006	103,7	105,0	103,3	102,4	105,2	100,7	110,1	103,8	
2007	107,9	109,0	107,2	105,8	109,7	103,8	114,3	107,2	
2008	113,0	113,6	110,3	110,4	116,8	109,2	120,0	111,1	
2008 III	114,1	114,4	110,6	111,5	118,3	110,0	120,8	111,6	
IV	109,1	109,6	105,8	106,7	115,4	105,7	116,7	107,7	
2009 I	111,9	112,2	107,2	109,3	121,5	109,3	120,1	110,4	
II	113,2	113,4	107,8	110,4	127,6	110,1	121,1	111,2	
III	114,3	114,3	108,8	.	.	.	122,4	112,1	
2008 Sep	112,0	112,1	108,4	-	-	-	118,7	109,4	
Oct	107,9	108,2	104,7	-	-	-	115,4	106,4	
Nov	107,1	107,5	103,8	-	-	-	114,5	105,6	
Dic	112,4	112,9	108,7	-	-	-	120,3	111,0	
2009 Ene	111,9	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4	
Feb	110,4	110,7	105,7	-	-	-	118,6	109,1	
Mar	113,3	113,4	108,1	-	-	-	121,6	111,7	
Abr	112,5	112,8	107,2	-	-	-	120,5	110,6	
May	113,0	113,2	107,7	-	-	-	120,9	110,9	
Jun	114,0	114,3	108,5	-	-	-	122,0	112,0	
Jul	113,8	113,8	108,2	-	-	-	121,9	111,6	
Ago	113,9	113,9	108,4	-	-	-	122,0	111,7	
Sep	115,2	115,3	109,8	-	-	-	123,5	113,0	
	<i>% variación sobre el mes anterior</i>								
2009 Sep	1,2	1,2	1,3	-	-	-	1,2	1,1	
	<i>% variación sobre el año anterior</i>								
2009 Sep	2,9	2,8	1,2	-	-	-	4,1	3,3	

C36 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

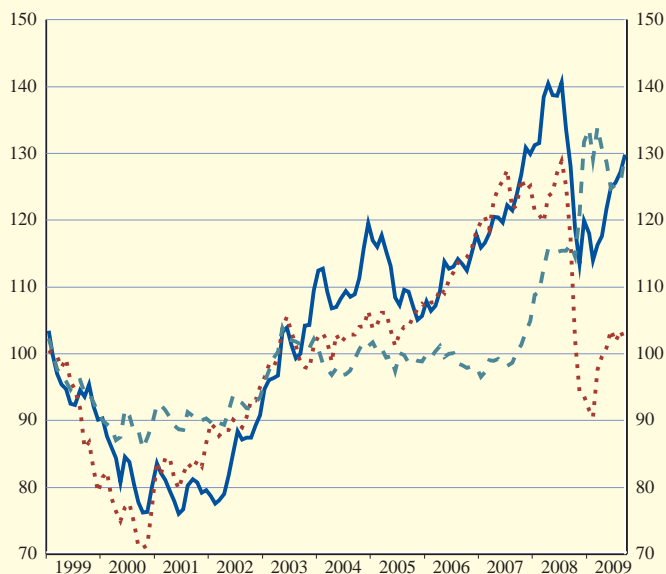
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



C37 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

- 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
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
III	7,4442	10,4241	0,87161	1,4303	133,82	1,5195	1.772,14	11,0854	2,0570	1,5704	8,7397	1,7169
2009 Mar	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
Abr	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
May	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
Jun	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1.768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
Jul	7,4458	10,8262	0,86092	1,4088	133,09	1,5202	1.778,43	10,9182	2,0421	1,5824	8,9494	1,7504
Ago	7,4440	10,2210	0,86265	1,4268	135,31	1,5236	1.768,99	11,0587	2,0577	1,5522	8,6602	1,7081
Sep	7,4428	10,1976	0,89135	1,4562	133,14	1,5148	1.768,58	11,2858	2,0720	1,5752	8,5964	1,6903
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Sep	0,0	-0,2	3,3	2,1	-1,6	-0,6	0,0	2,1	0,7	1,5	-0,7	-1,0
	% variación sobre el año anterior											
2009 Sep	-0,2	6,6	11,5	1,3	-13,1	-5,0	8,5	0,9	0,8	3,6	5,4	-3,6
	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		
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		
III	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444		
2009 Mar	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
Abr	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
May	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251		
Jun	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675		
Jul	25,793	15,6466	0,7006	3,4528	272,06	4,2965	1,9558	4,2184	7,3307	2,1378		
Ago	25,646	15,6466	0,7013	3,4528	270,05	4,1311	1,9558	4,2183	7,3287	2,1236		
Sep	25,346	15,6466	0,7039	3,4528	271,84	4,1584	1,9558	4,2420	7,3102	2,1711		
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Sep	-1,2	0,0	0,4	0,0	0,7	0,7	0,0	0,6	-0,3	2,2		
	% variación sobre el año anterior											
2009 Sep	3,5	0,0	-0,3	0,0	12,9	23,2	0,0	17,0	2,6	21,7		
	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,8435	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009 I	3,0168	8,9066	-	64,7948	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
II	2,8245	9,3107	-	66,3982	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
III	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
2009 Mar	3,0198	8,9210	-	66,8026	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
Abr	2,9197	9,0110	-	66,0471	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
May	2,8232	9,3157	-	66,1762	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
Jun	2,7391	9,5786	-	66,9191	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
Jul	2,7221	9,6246	-	68,2333	14.241,51	4,9963	18,8143	2,1873	67,724	44,3881	11,2007	47,969
Ago	2,6314	9,7485	-	68,9570	14.270,78	5,0185	18,5571	2,1097	68,803	45,1972	11,3415	48,543
Sep	2,6520	9,9431	-	70,4154	14.346,84	5,0862	19,5255	2,0691	69,967	44,7624	10,9495	49,239
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Sep	0,8	2,0	-	2,1	0,5	1,3	5,2	-1,9	1,7	-1,0	-3,5	1,4
	% variación sobre el año anterior											
2009 Sep	3,1	1,2	-	7,6	6,8	2,8	27,8	-2,8	4,3	23,1	-5,5	-0,1

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero del 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

3) Desde el 1 de enero del 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 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 Abr	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
May	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
Jun	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
Jul	1,0	-0,1	0,7	-0,4	2,1	2,6	4,9	4,5	5,0	1,8	1,8
Ago	1,3	0,0	0,7	-0,7	1,5	2,2	5,0	4,3	4,9	1,9	1,6
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2009 Mar	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
Abr	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
May	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
Jun	7,30	5,45	3,76	-	12,75	14,50	10,15	6,34	11,26	3,62	3,53
Jul	7,56	5,41	3,74	-	12,75	14,50	8,81	6,19	11,46	3,37	3,55
Ago	7,77	5,09	3,60	-	12,81	14,50	8,40	6,08	11,46	3,45	3,45
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 Mar	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
Abr	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
May	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
Jun	5,94	2,17	2,35	6,20	21,25	8,14	-	4,60	10,22	0,97	1,24
Jul	5,69	2,09	2,06	6,16	16,94	8,41	9,99	4,26	9,21	0,67	1,00
Ago	5,30	1,92	1,94	5,85	13,06	7,98	9,02	4,16	9,06	0,62	0,78
PIB real											
2007	6,2	6,1	1,6	7,2	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	2,7	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 IV	3,5	0,5	-3,7	-9,2	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 I	-3,5	-4,5	-3,6	-15,0	-18,5	-11,6	-5,6	1,7	-6,2	-6,5	-4,9
II	-4,9	-5,5	-7,0	-16,1	-17,3	-20,4	-7,3	1,4	-8,7	-6,1	-5,5
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,8	-20,6	-12,8	-6,1	-3,6	-12,9	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,6	-8,4	-11,1	-10,1	-6,0	-3,9	-11,8	6,1	-1,4
2008 IV	-30,9	-5,2	2,8	-3,5	-6,5	-3,4	-6,1	-4,6	-8,3	5,3	-1,9
2009 I	-17,2	4,5	0,5	0,8	4,3	4,7	0,1	2,6	-4,1	7,6	-1,0
II	-12,2	-2,7	3,7	6,3	17,0	2,4	4,5	-0,2	-5,6	8,6	-2,8
Costes laborales unitarios											
2007	14,2	2,9	4,2	17,3	27,3	10,3	5,4	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	5,0	7,1	14,1	23,0	10,6	4,5	6,5	.	2,6	2,5
2008 IV	17,5	5,2	9,1	12,2	18,5	9,3	-	12,2	-	6,0	1,8
2009 I	16,1	5,8	6,2	10,0	3,6	10,0	-	5,6	-	8,4	2,9
II	14,2	4,9	9,9	3,4	-3,2	11,2	-	.	-	7,4	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 IV	5,2	4,5	3,8	7,7	10,3	8,1	8,1	6,9	5,9	6,8	6,3
2009 I	6,0	5,5	4,8	11,0	13,2	11,0	9,2	7,7	6,2	7,5	7,0
II	6,3	6,3	5,9	13,3	16,4	13,7	9,7	8,0	6,4	8,5	7,7
2009 Abr	6,2	6,1	5,7	-	15,5	13,7	9,7	8,0	6,4	8,2	7,5
May	6,3	6,3	5,9	-	16,5	13,7	9,7	8,0	6,4	8,5	7,7
Jun	6,4	6,5	6,1	-	17,1	13,7	9,6	8,0	6,4	8,8	7,8
Jul	6,8	6,7	6,0	-	17,6	16,7	9,5	8,0	.	9,1	.
Ago	7,1	6,9	5,9	-	18,3	.	9,6	8,0	.	9,4	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

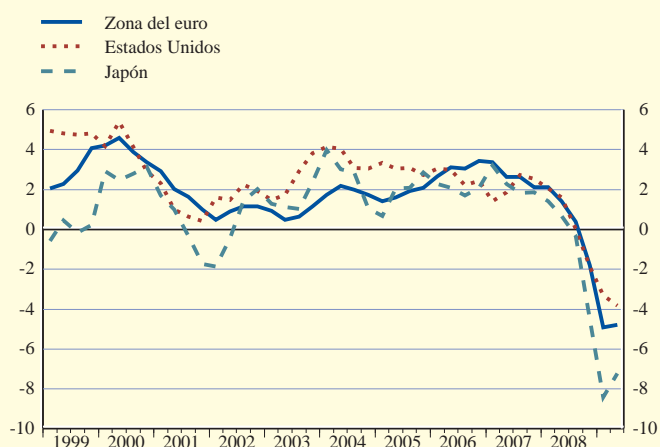
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2005	3,4	2,3	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	5,05	1,2441	-3,3	48,2
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,0
2008 III	5,3	1,8	0,0	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,61	1,5050	-6,4	52,0
2008 IV	1,6	1,7	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,0
2009 I	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,1	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,8	59,7
2009 II	-1,2	-1,2	-3,8	-14,6	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	.	.
2009 III	.	.	.	.	9,6	.	0,41	3,61	1,4303	.	.
2009 May	-1,3	.	.	-14,8	9,4	8,8	0,82	3,82	1,3650	.	.
2009 Jun	-1,4	.	.	-14,9	9,5	9,0	0,62	3,95	1,4016	.	.
2009 Jul	-2,1	.	.	-13,4	9,4	8,1	0,52	3,90	1,4088	.	.
2009 Ago	-1,5	.	.	-12,1	9,7	7,8	0,42	3,77	1,4268	.	.
2009 Sep	.	.	.	.	9,8	.	0,30	3,61	1,4562	.	.
Japón											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	.	.
2008 III	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
2008 IV	1,0	4,3	-4,5	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,21	126,71	.	.
2009 I	-0,1	4,9	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
2009 II	-1,0	.	-7,2	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
2009 III	.	.	.	.	.	.	0,40	1,45	133,82	.	.
2009 May	-1,1	.	.	-29,6	5,2	2,7	0,53	1,43	131,85	.	.
2009 Jun	-1,8	.	.	-23,6	5,4	2,5	0,49	1,41	135,39	.	.
2009 Jul	-2,2	.	.	-22,7	5,7	2,7	0,43	1,51	133,09	.	.
2009 Ago	-2,2	.	.	-18,7	.	2,8	0,40	1,44	135,31	.	.
2009 Sep	.	.	.	.	.	.	0,36	1,45	133,14	.	.

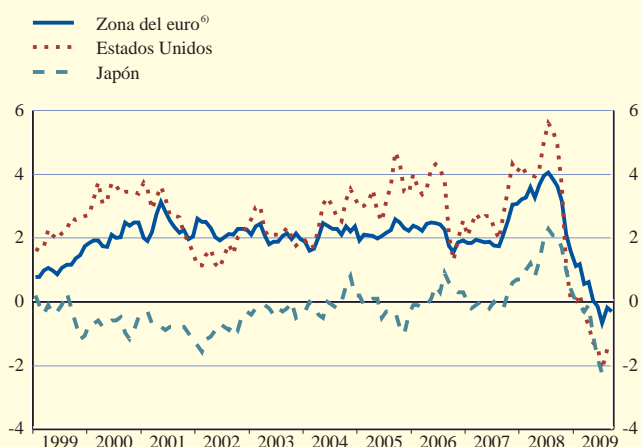
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; trimestrales)



C39 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Media de los valores del período; M3 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Activos totales de los fondos de inversión	S24
C16	Saldo vivo y emisión bruta total de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C17	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C19	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C20	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C21	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C22	Nuevos depósitos a plazo	S43
C23	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C24	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C25	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C26	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C27	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C28	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C29	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C30	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C31	Cuenta corriente	S60
C32	Bienes	S61
C33	Servicios	S61
C34	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C35	Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM	S69
C36	Tipos de cambio efectivos	S72
C37	Tipos de cambio bilaterales	S72
C38	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C39	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

RELATIVAS A LA PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS A LAS SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t , C_t^M el ajuste por reclasificaciones en el mes t , E_t^M el ajuste por variaciones del tipo de cambio y V_t^M otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que se dispone ahora de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Money, banking and financial markets», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula g) dividiendo el índice de diciembre del 2002 por el índice de diciembre del 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de

la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. En particular, este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales (y de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En el cuadro 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. Por lo que respecta a las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. De la misma manera, en la cuenta financiera también se refleja esta identidad contable, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

- 1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».
- 2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre del 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de los cuadros 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta sólo se define para los sectores residentes y se calcula como suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), y más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. Para los sectores de hogares y de sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre estos saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera, respectivamente.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente, se excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenido a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

RELATIVAS A LAS SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre del 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de distinguir las distintas maneras de obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores y las «operaciones» equivalentes que se calculan a partir de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y su cálculo se lleva a cabo a partir de operaciones financieras que incluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones u otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVAS AL CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según proceda.

RELATIVAS AL CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA

(véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

RELATIVAS A LA SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y posiciones trimestrales (L_t) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.

⁴ Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto del 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Money, banking and financial markets».



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 7 de octubre de 2009.

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

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores al 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre el 2001 y el 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos del 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos del 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir del 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999 de las secciones 2.1 a 2.8 se expresan en unidades de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos son, a menudo, provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca,

Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95) y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Los datos anuales y trimestrales se refieren a medias del último período de mantenimiento del año/trimestre. Hasta diciembre del 2003, los períodos de mantenimiento se iniciaban el día 24 del mes y finalizaban el día 23 del mes siguiente. El 23 de enero de 2004, el BCE anunció cambios en el marco operativo, que entraron en vigor el 10 de marzo de 2004. Como consecuencia, los períodos de mantenimiento comienzan el día de liquidación de la operación principal de financiación (OPF) siguiente a la reunión del Consejo de Gobierno,

donde está previsto que se realice la valoración mensual de la orientación de la política monetaria. Se determinó que el período de mantenimiento de transición se extendería del 24 de enero al 9 de marzo de 2004.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes (BCN) quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de entonces.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. El importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula, en primer lugar, aplicando el coeficiente de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado

según el número de días naturales) a las OPF (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las dis-

tintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen las operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento en términos de variaciones interanuales basadas en las operaciones. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En el manual «Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition» (BCE, marzo del 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En las «Guidance

Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre del 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las Instituciones Financieras Monetarias¹, cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10².

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos a fin de trimestre del balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario). El balance es agregado y, por lo tanto, incluye entre los pasivos las participaciones emitidas por fondos de inversión que están en poder de otros fondos de inversión distintos. El total activo/pasivo se ha detallado por política de inversión (fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos inmobiliarios y otros fondos) y por tipo de inversor (fondos abiertos al público y fondos dirigidos a inversores especiales). La sección 2.10 muestra el balance agregado de los fondos de inversión clasificados según la política de inversión y el tipo de inversor.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el

marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95).

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

1 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

2 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras de la zona del euro» [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, y los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presentación más analítica. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite la descripción de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (cuadros 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 (es decir, el Euro-15 más Eslovaquia) (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos

de interés aplicados por las IFM a los residentes en la zona del euro por los depósitos y los préstamos denominados en euros. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen los valores distintos de acciones (valores de renta fija), que se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas, que figuran en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con un plazo a la emisión superior a un año, o con fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o con fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de las emisiones. Las emisiones a tipo de interés variable incluyen todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente por referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presentan los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones denominados en euros y de los valores distintos de acciones emitidos por los residentes de la zona del euro en euros y en todas las monedas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de

acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y los valores distintos de acciones a largo plazo. Esas tasas se calculan a partir del índice desestacionalizado de los saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las notas técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores emitidos distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las notas técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 de la sección 4.4 aparecen las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en dicha zona. Los tipos de interés de las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados por los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y

vencimiento, período de preaviso y período inicial de fijación de los tipos de interés. Las nuevas estadísticas de tipos de interés sustituyen a las diez series estadísticas relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que, desde enero de 1999, se venían publicando en el Boletín Mensual.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. Para la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día hasta diciembre de 1998, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios hasta diciembre de 1998. A partir de enero de 1999, la columna 1 de la sección 4.6 muestra el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Estos tipos corresponden a valores a fin de período hasta diciembre de 1998 y medias del período a partir de esa fecha. Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta diciembre de 1998 se disponía de los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En el cuadro 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson³. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la

dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial,

³ Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, relativo a las estadísticas a corto plazo⁴. Desde enero del 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas a corto plazo la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁵. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁶. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona

del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 10 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁷, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁸. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos, a excepción del IVA del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la

Comisión, de 10 de julio de 2000⁹, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficit y los superávit que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento n° 351/2002 de la Comisión, de 25 de febrero de 2002, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 3605/93 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁰. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con los Reglamentos (CE) n° 501/2004 y n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

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

⁹ DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

¹⁰ DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹¹, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹². En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo del 2007), y en los informes de un grupo de trabajo, titulados «Portfolio collection systems» (junio del 2002), «Portfolio investment income» (agosto del 2003) y «Foreign direct investment» (marzo del 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentran diferencias adicionales sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, el informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio del 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.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 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

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

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 cua-

dro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 8 de marzo de 2004. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre del 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que las transacciones de balanza de pagos reflejan las transacciones de la contrapartida exterior de M3. En los pasivos de las inversiones de cartera (columnas 5 y 6), las transacciones de balanza de pagos incluyen las compras y ventas de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por las IFM de la zona del euro, excluidas las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores hasta dos años distintos de acciones. En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio del 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas

geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comi-

sión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre del 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997 y 1999-2001, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen enlazando, a comienzos de 1999, los índices basados en las ponderaciones de 1995-1997 con los basados en las ponderaciones de 1999-2001. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 8, titulado «Los tipos de cambio efectivos del euro tras las recientes ampliaciones de la zona del euro y de la UE», en el Boletín Mensual de marzo del 2007, y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thiman (febrero del 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas. Se ha incluido por primera vez en la columna 26 el tipo de cambio de referencia de la rupia india frente al euro. No obstante, se considera que los datos anteriores al 1 de enero de 2009 son tipos de cambio indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento 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 situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final del 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final del 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE Y 8 DE OCTUBRE 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 julio y septiembre del 2009. Desde enero del 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones sólo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2007», abril 2008.

«Informe Anual 2008», abril 2009.

INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report May 2008».

«Informe de Convergencia mayo 2008: Introducción, marco para el análisis, situación de la convergencia económica y resúmenes de países».

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.
 «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.
 «Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.
 «Desarrollo financiero en las economías emergentes: Valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.

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», 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», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel y D. Santabárbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.

- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 7, junio 2008.
- «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1066 «Universal banks and corporate control: evidence from the global syndicated loan market», M. A. Ferreira y P. Matos, julio 2009.
- 1067 «The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United States and the euro area», R. Duarte y C. R. Marques, julio 2009.
- 1068 «Asset price misalignments and the role of money and credit», D. Gerdesmeier, H. E. Reimers y B. Roffia, julio 2009.
- 1069 «Housing finance and monetary policy», A. Calza, T. Monacelli y L. Stracca, julio 2009.
- 1070 «Monetary policy committees: meetings and outcomes», J. M. Berk y B. K. Beirut, julio 2009.
- 1071 «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», L. Agnello y L. Schuknecht, julio 2009.
- 1072 «How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis», I. Vansteenkiste, julio 2009.
- 1073 «Can non-linear real shocks explain the persistence of PPP exchange rate disequilibria?», T. Peltonen, M. Sager y A. Popescu, julio 2009.
- 1074 «Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data», P. Lünemann y L. Wintr, julio 2009.
- 1075 «Bank risk and monetary policy», Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, julio 2009.
- 1076 «Optimal monetary policy in a new Keynesian model with habits in consumption», C. Leith, I. Moldovan y R. Rossi, julio 2009.
- 1077 «The reception of public signals in financial markets – what if central bank communication becomes stale?», M. Ehrmann y D. Sondermann, agosto 2009.
- 1078 «On the real effects of private equity investment: evidence from new business creation», A. Popov y P. Roosenboom, agosto 2009.
- 1079 «EMU and European government bond market integration», P. Abad, H. Chuliá, y M. Gómez-Puig, agosto 2009.
- 1080 «Productivity and job flows: heterogeneity of new hires and continuing jobs in the business cycle», J. Kilponen y J. Vanhala, agosto 2009.
- 1081 «Liquidity premia in German government bonds», J. W. Ejsing y J. Sihvonen, agosto 2009.
- 1082 «Disagreement among forecasters in G7 countries», J. Dovern, U. Fritsche y J. Slacalek, agosto 2009.
- 1083 «Evaluating microfoundations for aggregate price rigidities: evidence from matched firm-level data on product prices and unit labour cost», M. Carlsson y O. Nordström Skansz, agosto 2009.
- 1084 «How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe», M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins y R. Sabbatini, agosto 2009.
- 1085 «An empirical study on the decoupling movements between corporate bonds and CDS spreads», I. Alexopoulou, M. Andersson y O. M. Georgescu, agosto 2009.

- 1086 «Euro area money demand: empirical evidence on the role of equity and labour markets», G. J. de Bondt, septiembre 2009.
- 1087 «Modelling global trade flows: results from a GVAR model», M. Bussière, A. Chudik y G. Sestieri, septiembre 2009.
- 1088 «Inflation perceptions and expectations in the euro area: the role of news», C. Badarinta y M. Buchmann, septiembre 2009.
- 1089 «The effects of monetary policy on unemployment dynamics under model uncertainty: evidence from the United States and the euro area», C. Altavilla y M. Ciccarelli, septiembre 2009.
- 1090 «New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers», J. F. Cogan, T. Cwik, J. B. Taylor y V. Wieland, septiembre 2009.
- 1091 «Money talks», M. Hoerova, C. Monnet y T. Temzelides, septiembre 2009.
- 1092 «Inflation and output volatility under asymmetric incomplete information», G. Carboni y M. Ellison, septiembre 2009.
- 1093 «Determinants of government bond spreads in new EU countries», I. Alexopoulou, I. Bunda y A. Ferrando, septiembre 2009.
- 1094 «Signals from housing and lending booms», I. Bunda y M. Ca'Zorzi, septiembre 2009.
- 1095 «Memories of high inflation», M. Ehrmann y P. Tzamourani, septiembre 2009.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union», enero 2008 (sólo en Internet).
- «Oversight framework for card payment schemes – standards», enero 2008 (sólo en Internet).
- «The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006», febrero 2008.
- «Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report», marzo 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics quality framework (SQF)», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Quality assurance procedures within the ECB statistical function», abril 2008 (sólo en Internet).
- «ECB statistics – an overview», abril 2008 (sólo en Internet).
- «TARGET Annual Report 2007», abril 2008 (sólo en Internet).
- «Financial integration in Europe», abril 2008.
- «Financial Stability Review», junio 2008.
- «Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges», junio 2008.
- «The international role of the euro», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Payment systems and market infrastructure oversight report», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments», julio 2008.
- «CCBM2 User Requirements 4.1», julio 2008 (sólo en Internet).
- «Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007», septiembre 2008.
- «New procedure for constructing ECB staff projection ranges», septiembre 2008 (sólo en Internet).
- «Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«Euro money market survey», septiembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banking structures», octubre 2008 (sólo en Internet).

«28/10/2008 Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament», octubre 2008 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, octubre 2008 (sólo en Internet).

«A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008», noviembre 2008.

«La aplicación de la política monetaria en la zona del euro: Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema», noviembre 2008.

«The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Zona Única de Pagos en Euros: Sexto Informe», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans», noviembre 2008 (sólo en Internet).

«Government finance statistics guide», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2008.

«Covered bonds in the EU financial system», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures», diciembre 2008 (sólo en Internet).

«Modelo de corresponsalía entre bancos centrales (MCBC)», 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).

«Expectativas del Eurosistema sobre la SEPA», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (sólo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (sólo en Internet).

«EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (sólo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (sólo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (sólo en Internet).

«The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (sólo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2009.

«Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme», julio 2009 (sólo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados del Eurosistema».

«Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (sólo en Internet).

«Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (sólo en Internet).

«The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (sólo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update», agosto 2009.

«EU banking sector stability», agosto 2009 (sólo en Internet).

«Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (sólo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2008.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», junio 2008.

«A single currency – an integrated market infrastructure», septiembre 2008.

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.

«The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», julio 2009.

«OTC derivatives and post-trading infrastructures», septiembre 2009 (sólo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – agosto 2009», septiembre 2009 (sólo en Internet).

«Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution», septiembre 2009 (sólo en Internet).

«ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre 2009 (sólo en Internet).

«The euro at ten – lessons and challenges», Fifth ECB Central Banking Conference volume, septiembre 2009.

«Euro money market survey», septiembre 2009 (sólo en Internet).



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Un descenso del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Deuda (Administraciones Públicas): La deuda bruta (depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros) a su valor nominal, que permanezca viva a fin de año y consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones de las sociedades no financieras (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados), valorados a precios de mercado a fin del período.

Deuda pública indexada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los

criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Un incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operación de financiación a plazo más largo: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subasta estándar de periodicidad mensual y tienen, normalmente, un vencimiento a tres meses.

Operación principal de financiación: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: La producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): El valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): La proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): La proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Está sujeta a uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: La remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida 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.