



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

B EZB EKT EKP

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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 4 de noviembre de 2009.*

ISSN 1561-0268 (edición impresa)

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

- 1 El papel de los activos y pasivos exteriores en el reciente proceso de desapalancamiento **20**
- 2 Resultados de encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2009 **23**
- 3 Un marco jurídico actualizado para la obtención de información estadística por el BCE **42**
- 4 Cuentas integradas de la zona de euro del segundo trimestre de 2009 **44**
- 5 Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC **51**
- 6 Evolución de los márgenes **57**
- 7 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre de 2009 **59**

ARTÍCULOS

Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre **77**
 El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras **87**
 La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico **105**

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

ANEXOS

- 9** Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
49 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2008 **V**
64 Glosario **XIII**
70

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 5 de noviembre de 2009, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. La información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno, celebrada el 8 de octubre, han confirmado sus expectativas. Aunque de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el $-0,1\%$ en octubre, se espera que en los próximos meses retome valores positivos y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes siguen señalando una mejora de la actividad económica en la segunda mitad del año. El Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma gradual en 2010, reconociendo que las perspectivas continúan estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Las expectativas de inflación a medio y 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 a medio plazo son reducidas, dado que el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios sigue ralentizándose. 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.

Por lo que respecta al análisis económico, los datos y los indicadores procedentes de las encuestas de opinión de que se dispone continúan apuntando una mejora de la actividad económica en el segundo semestre de este año. En particular, la zona del euro debería beneficiarse del ciclo de existencias, de una recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. Tomando en consideración todos los datos disponibles, las tasas de crecimiento

intertrimestrales del PIB real podrían haber recuperado niveles positivos en la segunda mitad de este año. Sin embargo, el grado de incertidumbre permanece elevado ya que determinados factores favorables tienen un carácter temporal. Haciendo abstracción de la volatilidad de los últimos datos, se espera que la economía de la zona del euro se recupere gradualmente en 2010, dado que es probable que a medio plazo se vea afectada por el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en los sectores financiero y no financiero, 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, así como de otras medidas adoptadas, podrían ser mayores de lo esperado. La confianza también podría mejorar con mayor rapidez, el deterioro de los mercados de trabajo ser menos acusado de lo esperado anteriormente y la demanda externa resultar superior a la prevista. Respecto a los riesgos a la baja, persiste la preocupación de que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero sea más intensa y duradera, 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 relación con la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en octubre en el $-0,1\%$, frente al $-0,3\%$ registrado en septiembre. La actual tasa de inflación negativa resulta acorde con las expectativas previas y refleja, principalmente, las variaciones que los precios mundiales de las materias primas registraron durante el pasado año. Se estima que, en los próximos meses, la tasa de inflación interanual retomará valores positivos, como consecuencia además de los efectos de base. Con posterioridad, se espera que, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, la tasa de inflación permanezca en niveles positivos y que la evolución de precios y costes continúe siendo, en conjunto, muy mode-

rada, como reflejo de la actual atonía 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 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. Además, la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados podría ser superior a la actualmente esperada, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Por lo que se refiere al análisis monetario, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos al sector privado descendieron adicionalmente en septiembre, situándose en el 1,8% y en el -0,3%, respectivamente. Esta desaceleración simultánea avala la valoración de que se ha producido una disminución del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son moderadas.

Es muy probable que en los próximos meses los efectos de base asociados a la intensificación de las turbulencias financieras de hace un año incidan a la baja sobre las tasas de crecimiento interanuales de los agregados monetarios. Sin embargo, el crecimiento de M1 y M3 continúa reflejando fundamentalmente la configuración actual de los tipos de interés. Aunque el estrecho diferencial entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo favorece los desplazamientos de fondos hacia los activos más líquidos incluidos en M1, por otro lado, la fuerte pendiente de la curva de rendimiento incentiva este tipo de desplazamiento desde M3 a depósitos a plazo más largo y a valores no incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado no financiero se tornó

ligeramente negativa en septiembre, mientras que tanto el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras como a los hogares disminuyó nuevamente, resultando negativo. Al mismo tiempo, los flujos mensuales de préstamos a hogares se mantuvieron positivos e incluso aumentaron, en tanto que aquellos a sociedades no financieras fueron negativos. En el caso de los hogares, los datos más recientes vuelven a confirmar una estabilización en niveles reducidos. En cuanto a las sociedades no financieras, los bajos niveles que registran la producción y los intercambios comerciales, así como la actual incertidumbre sobre las perspectivas empresariales, continúan frenando la demanda de financiación bancaria por parte de las empresas; una tendencia que probablemente se mantendrá en los próximos meses. En este sentido, conviene tener presente que el crecimiento de los préstamos a empresas solo suele repuntar con cierto retardo en relación con el ciclo de la actividad económica. Al mismo tiempo, la mejora de las condiciones financieras que se está produciendo debería estimular la demanda de crédito en los próximos meses. En un contexto de retos muy exigentes, las entidades de crédito deberían adoptar las medidas apropiadas para reforzar adicionalmente sus bases de capital y, si fuera 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 el 8 de octubre, han confirmado sus expectativas. Aunque de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,1% en octubre, se espera que en los próximos meses retome valores positivos y se mantenga en niveles moderadamente positivos en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes siguen señalando una mejora de la actividad económica en el segundo semestre del año. El Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma gradual en 2010, reco-

nociendo que las perspectivas continúan estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre. Las expectativas de inflación a medio y 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 el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continúa ralentizándose. 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 sus medidas de política monetaria se trasladen a la economía de forma progresiva. En consecuencia, con todas las medidas adoptadas, la política monetaria ha estado favoreciendo la disponibilidad de liquidez y la recuperación de la economía de la zona del euro. De cara al futuro, y teniendo en cuenta la mejora de la situación de los mercados financieros, no todas las medidas de liquidez serán tan necesarias como en el pasado. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno se asegurará de que las medidas de liquidez extraordinarias que se adoptaron se retiren de forma oportuna y gradual, y se absorba la liquidez proporcionada a fin de poder contrarrestar de manera efectiva cualquier riesgo para la estabilidad de precios a medio y largo plazo. Con ello, el Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, que resulta indispensable para favorecer el crecimiento sostenible y el empleo, así como para contribuir a la estabilidad financiera. Por tanto, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a las políticas fiscales, muchos Gobiernos de la zona del euro se enfrentan a desequilibrios presupuestarios elevados y en considerable aumento que, si no se corrigen mediante una es-

trategia de salida clara y creíble, podrían suponer un grave riesgo que socavase la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en la recuperación económica. La necesidad de financiación pública elevada lleva aparejada el riesgo de provocar que el clima de los mercados cambie rápidamente, dando lugar a unos tipos de interés a medio y largo plazo menos favorables. Esto, a su vez, dificultaría la inversión privada y de ese modo se debilitarían las bases para retornar a un crecimiento sostenido. Asimismo, la deuda y el déficit públicos elevados pueden complicar la labor de la política monetaria de mantenimiento de la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo de Gobierno apela a los Gobiernos a que comuniquen y apliquen de forma oportuna estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas, basadas en supuestos de crecimiento realistas y, en gran parte, centradas en la reforma del gasto. Solo a medio plazo debería considerarse una reducción de impuestos, cuando los países recuperen el suficiente margen de maniobra presupuestario. En este sentido, en las recientes conclusiones alcanzadas por el Consejo ECOFIN, se hace un llamamiento para que como muy tarde en 2011, se inicie el saneamiento presupuestario y se supere la referencia estructural del 0,5% del PIB anual, que representa el requisito mínimo para todos los países de la zona del euro. El éxito de las estrategias de ajuste fiscal dependerá además fundamentalmente de la transparencia de los procedimientos presupuestarios, así como de lo fiable y completas que sean las estadísticas de las finanzas públicas. En esta materia, resulta indispensable que tanto los países en esta situación como la zona del euro en su conjunto logren avanzar de manera rápida y decisiva.

En lo relativo a las reformas estructurales, es esencial que todos los países realicen un mayor esfuerzo para apoyar 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. Con el fin de evitar que la tasa de desempleo estructural sea significativamente más elevada en los próximos años, se requiere moderación en la fijación de los salarios, suficiente flexibilidad de los mercados de trabajo e incentivos al

empleo eficaces. Se necesitan asimismo con urgencia políticas que fomenten la competencia y la innovación para acelerar la reestructuración y la inversión, y para crear nuevas oportunidades empresariales. La reestructuración adecuada del sector bancario debería también desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos empresariales sólidos y transparentes son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las turbulencias, y con ello sentar las

bases para un crecimiento económico sostenido y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual del BCE contiene tres artículos. El primer artículo aborda el papel de la comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre. El segundo, analiza el análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras. En el tercer artículo, se sitúa la última recesión en la zona del euro en un contexto histórico.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Los indicadores más recientes refuerzan la opinión de que la notable contracción de la actividad económica mundial ha llegado a su fin y de que la economía mundial ha comenzado a crecer nuevamente. Al mismo tiempo, las tasas de inflación mundiales se han mantenido en niveles ligeramente negativos, 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 continúa 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 refuerzan la opinión de que la notable contracción de la actividad económica mundial ha llegado a su fin y de que la economía mundial ha comenzado a crecer nuevamente. En octubre, el índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) relativo a la producción del sector manufacturero registró el valor más alto observado en más de tres años y señaló que la actividad se había recuperado a un ritmo significativamente más acelerado que en meses anteriores. De acuerdo con el citado índice, la actividad mundial del sector manufacturero ha crecido durante cinco meses consecutivos. El aumento de actividad en octubre fue bastante generalizado, y resultó especialmente acusado en algunas economías avanzadas.

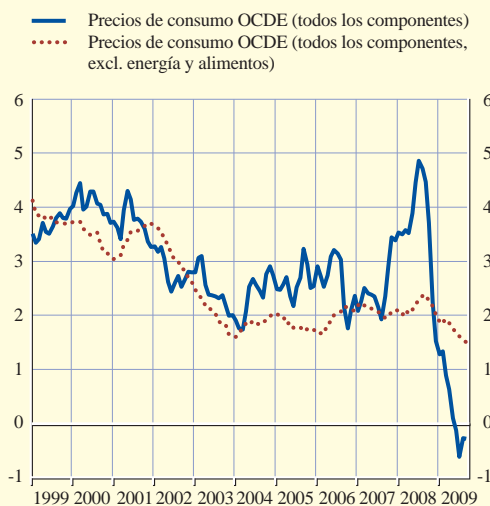
Las tasas de inflación mundiales se han mantenido en niveles ligeramente negativos, debido a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de las materias primas y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. En los países de la OCDE, el IPC general se redujo un 0,3% en el año transcurrido hasta septiembre, la misma tasa que en agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 1,5% en septiembre (véase gráfico 1). El índice general PMI de precios de los consumos intermedios del sector manufacturero puso de manifiesto que los precios de adquisición mundiales aumentaron notablemente en octubre, tras la aceleración registrada en septiembre, en parte como consecuencia de los recientes incrementos de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica creció en el tercer trimestre de 2009, tras la fuerte desaceleración experimentada en los trimestres anteriores. Según estimaciones preliminares de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real aumentó un 3,5%, en tasa anualizada, en el tercer trimestre de 2009, después de cuatro trimestres de crecimiento negativo. La recuperación de la actividad es reflejo del incremento del gasto en consumo. Las medidas de estímulo adoptadas por el Gobierno favorecieron temporalmente la demanda privada, especialmente en el caso de las ventas de automóviles. La tasa de descenso de la inversión empresarial se moderó con respecto al trimestre anterior, mientras que la inversión residencial re-

Gráfico 1 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

gistró su primer aumento desde finales del 2005, coincidiendo con los recientes indicios de estabilización de los mercados de la vivienda. Las existencias y el gasto público contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB. La demanda exterior neta registró una contribución negativa de 0,5 puntos porcentuales, ya que las importaciones repuntaron en mayor medida que las exportaciones. El déficit presupuestario del Gobierno federal se elevó a casi el 10% del PIB en el ejercicio fiscal que concluyó en septiembre de 2009, frente al 3,2% del ejercicio anterior.

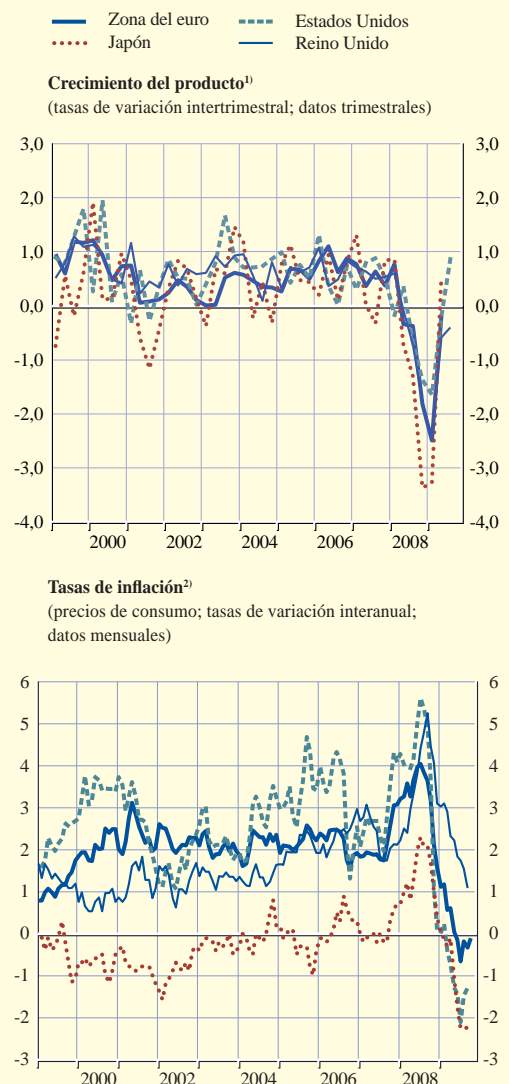
Por lo que respecta a la evolución de los precios, el índice de precios de consumo registró una caída del 1,3% en el año transcurrido hasta septiembre, tras un descenso del 1,5% en el año transcurrido hasta agosto. Las tasas de inflación negativas siguen estando determinadas, principalmente, por la bajada 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 1,5% en septiembre, frente al 1,4% de agosto. 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 4 de noviembre 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. Aunque el Comité reconoce que la actividad económica ha mejorado recientemente, mantuvo sus previsiones de que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se recuperó a partir del segundo trimestre de 2009, mientras que los precios de consumo siguieron descendiendo. La recuperación tiene su origen, principalmente, en un aumento de las exportaciones, lo que refleja, en parte, la fuerte recuperación de otras economías asiáticas. En septiembre, la producción industrial se incrementó por séptimo mes consecutivo, a una tasa intermensual del 1,4%. Sin embargo, la 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.

manda interna privada siguió siendo relativamente débil, habida cuenta de la moderada evolución de los beneficios empresariales, el empleo y las rentas.

Las tasas de inflación se han mantenido en niveles negativos en los últimos meses, debido a efectos de base relacionados con los productos petrolíferos y con el alto grado de capacidad productiva sin utilizar. Mientras que la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el -2,2% en septiembre, la inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, cayó hasta el -1,0%, desde el -0,9% de agosto.

En su reunión de 30 de octubre de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, de acuerdo con las estimaciones preliminares, el PIB real volvió a contraerse ligeramente en el tercer trimestre, un 0,4% en tasa intertrimestral, tras el descenso del 0,6% registrado en el segundo trimestre. La actividad económica se situó significativamente por debajo de las expectativas del mercado en el tercer trimestre. En conjunto, los indicadores de actividad y del mercado de la vivienda sugieren que la situación económica puede mejorar en los próximos meses. En concreto, el índice Halifax de precios de la vivienda creció un 2,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, pese a la debilidad del crédito hipotecario. Sin embargo, al mismo tiempo, el nuevo debilitamiento de la producción industrial, que se puso de manifiesto con un descenso intermensual del 2,5% en agosto, parece indicar que la mejora de la situación económica podría ser bastante limitada. La inflación interanual, medida por el IAPC, se redujo desde el 1,6% en agosto hasta el 1,1% en septiembre. El 5 de noviembre, 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 y aumentar el volumen del programa de compras de activos del Banco de Inglaterra en 25 mm de libras esterlinas, hasta un importe total de 200 mm de libras.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Parece que la situación económica también mejoró en los últimos meses en la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro; el ritmo de desaceleración del PIB se moderó en la mayoría de los países y algunos registraron tasas de crecimiento positivas en el segundo trimestre de 2009. En Suecia, el PIB real se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2009, lo que representa una notable mejora en comparación con el descenso del 0,9% registrado en el primer trimestre. Sin embargo, en Dinamarca, el producto experimentó una contracción del 2,6% en el segundo trimestre, en tasa intertrimestral, tras la reducción del 1,3% observada en el primer trimestre. La disminución más acusada en el segundo trimestre se debió, en parte, a efectos transitorios. En los últimos meses, la inflación interanual medida por el IAPC ha descendido en ambos países, situándose en el 1,4% en Suecia y en el 0,5% en Dinamarca en septiembre.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental, los indicadores recientes sugieren una cierta mejora de la actividad económica. En el segundo trimestre, el PIB real experimentó una contracción más lenta en Hungría y Rumanía, del 2,0% y el 1,1%, respectivamente, en tasa intertrimestral, mientras que aumentó un 0,1% en la República Checa y un 0,5% en Polonia. En general, los recientes indicadores de confianza y los datos sobre producción industrial y comercio exterior apuntan a una mejora adicional de la actividad en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, persisten algunos riesgos a la baja significativos, como muestra el incremento del desempleo. En septiembre, la inflación interanual medida por el IAPC fue negativa, del -0,3%, en la República Checa, como consecuencia, principalmen-

te, de los efectos de base derivados de anteriores subidas de los impuestos indirectos y del crecimiento más lento de los precios administrados. Por el contrario, en Rumanía, Hungría y Polonia, la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en niveles más elevados, del 4,9%, 4,8% y 4,0%, respectivamente. El 19 de octubre de 2009, el Magyar Nemzeti Bank decidió reducir su principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La recuperación ha continuado en las economías emergentes de Asia. El aumento de los precios de los activos, sumado a los planes de estímulo fiscal y la política monetaria acomodaticia, ha respaldado la demanda interna. Los datos más recientes del mercado de trabajo indican que el desempleo, que había aumentado tras la desaceleración mundial, ha empezado a disminuir en algunos países. Sin embargo, el repunte del comercio exterior ha ido a la zaga de la recuperación económica. La inflación está aumentando gradualmente, aunque las variaciones interanuales de los precios de consumo siguen siendo negativas en algunos países.

En China, el crecimiento interanual del PIB real siguió siendo robusto y aumentó hasta alcanzar el 8,9% en el tercer trimestre de 2009. En conjunto, en los tres primeros trimestres de 2009, la tasa media de crecimiento interanual del PIB fue del 7,7%. El crecimiento siguió dependiendo, en gran medida, de los planes de estímulo fiscal, y la inversión fija derivada de dichos planes contribuyó 7,3 puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB en los tres primeros trimestres de 2009. La contribución del consumo continuó siendo elevada (4,0 puntos porcentuales) en el mismo período. Como consecuencia de la debilidad de las exportaciones, el superávit comercial volvió a disminuir en septiembre, aunque se mantuvo en niveles elevados. La política monetaria ha seguido siendo acomodaticia y el crecimiento del crédito vigoroso. Últimamente, las variaciones intermensuales de los precios de consumo han vuelto a ser positivas y la inflación interanual se situó en el -0,8% en septiembre, frente al -1,2% de agosto.

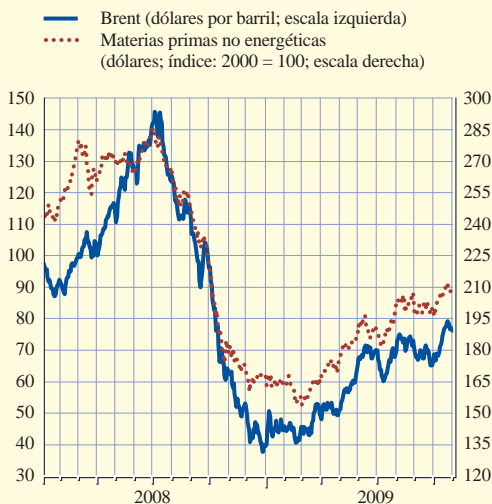
AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido evolucionando de forma heterogénea en las principales economías. En Brasil, la tasa de descenso interanual de la producción industrial fue del 7,8% en septiembre, tras una caída del 7,2% en agosto. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 4,2% en septiembre, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la cifra del mes anterior. En Argentina, la actividad económica mostró algunos signos de mejora y la producción industrial se mantuvo sin variación en septiembre con respecto al mismo mes del año anterior, después de experimentar un descenso del 1,4% en agosto, en tasa interanual. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas repuntaron ligeramente y la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se elevó al 6,2% en septiembre, una subida de casi 1 punto porcentual con respecto al mínimo de los cinco últimos años registrado en junio. En México, la actividad económica dio nuevas muestras de debilidad en agosto, con una disminución de la producción industrial del 7,7%, en tasa interanual, y una caída de las ventas al por menor del 10,3%. La inflación interanual se redujo ligeramente, desde el 5,1% en agosto hasta el 4,9% en septiembre.

I.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo se situaron entre 70 y 75 dólares estadounidenses el barril durante la mayor parte de octubre, antes de registrar un notable aumento hacia finales de mes (véase gráfico 3). El 4 de noviembre, el precio del barril de Brent se situaba en 76,2 dólares, lo que representa casi el doble

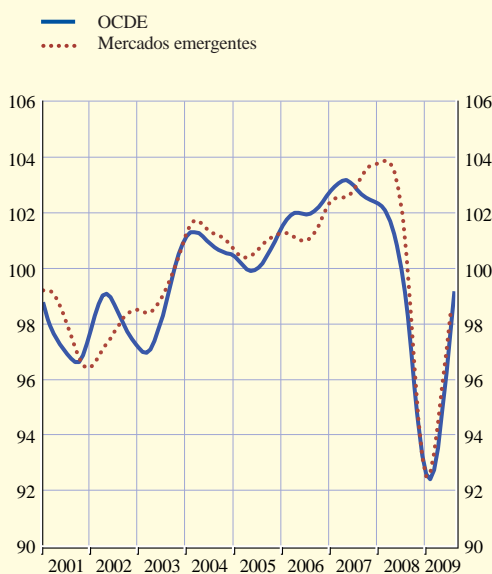
Gráfico 3 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

Gráfico 4 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada de los indicadores sintéticos adelantados de Brasil, Rusia y China.

del nivel registrado a comienzos de 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 88 dólares estadounidenses.

Si se consideran las variables fundamentales, se prevé que aumente la demanda de petróleo, y la Agencia Internacional de la Energía ha revisado al alza en varias ocasiones sus proyecciones de demanda de crudo en 2009 y 2010, especialmente para América del Norte y Asia. Los datos sobre comercio exterior de China también apuntan a un crecimiento sólido de la demanda de petróleo, que podría haber impulsado al alza los precios. 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 dicha organización.

Los precios de las materias primas no energéticas también se incrementaron en octubre. Los precios de los alimentos registraron algunos aumentos, sobre todo el maíz y el cacao. Los precios de los metales, especialmente el cobre y el cinc, se elevaron debido a las expectativas de reposición de existencias en los países de la OCDE, y también se incrementaron los precios del oro. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba a finales de octubre en torno a un 23% por encima del nivel observado a principios de año.

I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados sugieren que la actividad económica mundial está en fase de recuperación. En agosto, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE apuntaban a una reactivación económica generalizada en la mayoría de los países de la OCDE (véase gráfico 4). En cuanto a las economías emergentes, los indicadores correspondientes también aumentaron, aunque menos que en meses anteriores. Además, los datos más

recientes indican que es probable que el comercio mundial haya vuelto a registrar tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre, respaldando así las perspectivas a corto plazo en relación con la demanda exterior de bienes y servicios de la zona del euro.

Aunque las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, los riesgos para la actividad mundial 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. En cuanto a los aspectos negativos, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda ser más intensa o persistente, así como 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.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de septiembre indican que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado continuaron descendiendo de modo paralelo, y apuntan a una tasa de crecimiento monetario subyacente que implica presiones inflacionistas reducidas a medio plazo. Aunque la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado fue negativa en septiembre, continuó siendo positiva tras ajustarla por los efectos de la titulización, y los préstamos aumentaron ligeramente en términos intermensuales. Hasta ahora, el patrón de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras se ha mantenido acorde con las regularidades históricas observadas durante el ciclo económico. El proceso de desapalancamiento del sector bancario se reanudó en septiembre, y las IFM redujeron considerablemente sus posiciones frente a otras IFM y sus exposiciones frente al resto del mundo.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a descender y se situó en el 1,8% en septiembre, frente al 2,6% de agosto (véase gráfico 5), como resultado de la moderación observada en la tasa de crecimiento a más corto plazo de M3 (el -0,1% en términos intermensuales en septiembre, frente a 0,1% del mes anterior). La contención registrada en la evolución monetaria sigue reflejando, en gran parte, la influencia de la configuración actual de los tipos de interés. El hecho de que la pendiente de la curva de tipos sea especialmente acusada está provocando salidas de activos monetarios hacia activos menos líquidos y, posiblemente, de mayor riesgo. En consecuencia, la caída del crecimiento de M3 está superando la moderación patente en el crecimiento monetario subyacente.

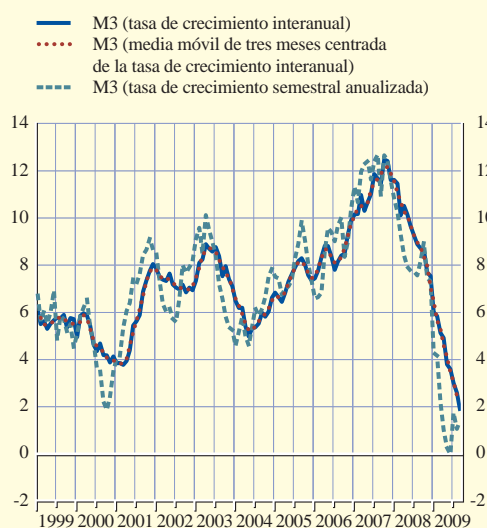
Al mismo tiempo, la configuración actual de los tipos de interés implica que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista en comparación con los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables es especialmente reducido.

Esto ha respaldado el fortalecimiento registrado en M1 en los últimos meses (aunque la tasa de crecimiento interanual se moderó en septiembre). En los próximos meses, los efectos de base provocarán un impacto a la baja sobre la tasa de crecimiento interanual de M3, que conducirá a unas tasas de crecimiento muy reducidas, ya que los elevados flujos de entrada hacia activos monetarios (y hacia M1, en particular) en el cuarto trimestre de 2008 no se incluyen en el cálculo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado pasó a ser negativa en septiembre. No obstante, esto refleja todavía, en cierta medida, el impacto de la intensa actividad previa de eliminación de préstamos de los balances de este sector en el contexto de las operaciones de titulización, especialmente a finales de 2008. Esto sigue causando un efecto moderador en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, pese a la contención observada en las operaciones de titulización en los últimos meses. Una vez ajustada por los efectos de la eliminación de préstamos, la tasa

Gráfico 5 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

de crecimiento interanual de los préstamos al citado sector continuó siendo ligeramente positiva en septiembre. Además, el flujo mensual de préstamos de las IFM al sector privado también fue positivo, aunque moderado. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a este sector pasara a ser negativa en septiembre fue atribuible a la evolución de los préstamos a las sociedades no financieras. Las regularidades históricas apuntan a que cabe esperar que los préstamos a las sociedades no financieras sigan disminuyendo durante algunos trimestres cuando la actividad económica se haya estabilizado.

En general, estas consideraciones sugieren que la tasa de crecimiento interanual negativa de los préstamos al sector privado registrada en septiembre debe situarse en perspectiva y que, en cierta medida, todavía refleja el impacto retardado del acusado deterioro de la actividad registrado anteriormente, así como el 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 e influyen también en la valoración que realizan las entidades de crédito de la solvencia de los prestatarios y en su disposición para conceder préstamos. Por tanto, una tasa de crecimiento interanual de los préstamos negativa no debe interpretarse, por sí misma, como una señal de falta de disponibilidad general de crédito de las IFM. De hecho, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009 en la zona del euro apuntan a que el porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito se habían endurecido volvió a disminuir considerablemente (véase recuadro 2).

El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro se reanudó en septiembre, mes en que este sector redujo sustancialmente sus principales activos. Esto se debió, principalmente, a la disminución de las posiciones de las IFM frente a otras IFM, reflejando la situación imperante por el lado de la financiación, ya que el recurso a la financiación proporcionada por el Eurosistema por parte de las entidades de crédito ha descendido tras el máximo asociado a la primera operación de inyección de liquidez a un año realizada en junio.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El descenso observado en septiembre en la tasa de crecimiento interanual de M3 estuvo determinado por las continuadas salidas mensuales de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1), mientras que se registró un flujo mensual de entrada en los instrumentos negociables (esto es, M3-M2).

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso en septiembre y se situó en el 12,8%, frente al 13,6% del mes anterior (véase cuadro 1). Este descenso se debió a un flujo mensual de entrada muy moderado en los depósitos a la vista en comparación con meses anteriores, mientras que el crecimiento interanual del efectivo en circulación se desaceleró, ya que dejó de estar afectado por el incremento relativamente acusado observado en septiembre de 2008. En los próximos meses, los efectos de base provocarán un impacto a la baja sobre las tasas de crecimiento interanual de estos dos componentes, ya que los abundantes flujos de entrada asociados a la intensificación de las turbulencias financieras hace un año no se incluyen en el cálculo.

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 -5,3% en septiembre, frente al -4,1% de agosto. Las cuantiosas salidas registradas en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) continuaron en septiembre, y una parte siguió dirigiéndose hacia los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro). La evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con los respectivos tipos de interés a los que se remuneran estos depósitos. A este respecto, los persistentes flujos de entrada en los depósitos de ahorro a corto plazo pueden explicarse por el hecho

Cuadro I 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 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Ago	2009 Sep
M1	46,8	2,7	5,3	8,0	12,3	13,6	12,8
Efectivo en circulación	7,9	12,4	13,6	12,2	12,8	13,2	12,5
Depósitos a la vista	38,8	0,8	3,7	7,0	12,2	13,7	12,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	40,2	15,8	9,3	3,0	-3,1	-4,1	5,3
Depósitos a plazo hasta dos años	21,5	29,0	13,0	-0,7	-13,1	-15,2	-17,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,7	-0,5	4,5	8,6	12,8	13,6	14,9
M2	87,0	8,9	7,3	5,5	4,5	4,6	3,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	13,0	4,1	-0,7	-2,5	-7,5	-9,3	-8,8
M3	100,0	8,2	6,1	4,4	2,8	2,6	1,8
Crédito a residentes en la zona del euro		7,4	5,9	4,3	3,3	2,8	3,1
Crédito a las Administraciones Públicas		1,7	5,6	8,4	11,5	11,5	13,6
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,9	2,3	1,5	2,7	3,6	1,6
Crédito al sector privado		8,6	5,9	3,5	1,6	1,1	1,1
Préstamos al sector privado		7,3	4,6	2,1	0,4	0,1	-0,3
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		8,4	6,1	3,6	1,6	1,3	0,9
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		1,1	1,7	2,6	3,6	3,8	4,7

Fuente: BCE.

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

de que actualmente están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. Aunque los flujos mensuales de entrada hacia los depósitos a la vista fueron moderados en septiembre, el coste de oportunidad de mantener este tipo de depósito, en contraposición a otros activos monetarios, sigue siendo reducido. Al mismo tiempo, siguieron asignándose fondos a activos financieros no incluidos en M3, que han aumentado su atractivo en un contexto en el que la pendiente de la curva de tipos es acusada y en el que se ha observado una recuperación en una amplia variedad de activos en los últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables fue algo menos negativa en septiembre, mes en que se situó en el -8,8%, frente al -9,3% de agosto. El principal subcomponente de los instrumentos negociables, las participaciones en fondos del mercado monetario, registró un reducido flujo positivo, mientras que la mayor parte de la mejora observada procedió de las entradas en las cesiones temporales. Al mismo tiempo, el sector tenedor de dinero siguió reduciendo los valores distintos de acciones hasta dos años de las IFM que mantienen, aunque a un ritmo más lento que en meses anteriores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, siguió cayendo en septiembre, mes en que se situó en el 2,4%, frente al 3,1% de agosto. Esto se debe a la menor contribución de los depósitos de M3 que mantiene el sector hogares, si bien la tasa de crecimiento interanual de este componente fue más alta que la del total de depósitos de M3. En cambio, la contribución de las sociedades no financieras ha pasado a ser ligeramente positiva en los últimos meses, y este sector fue el único que registró un flujo positivo en septiembre. Esta evolución es acorde con la naturaleza cíclica de las tenencias de activos monetarios de las sociedades no financieras, ya que sus reservas de liquidez tienden a respaldarse en la mejora de las posiciones de flujo de caja en las fases iniciales de una recuperación. Un rasgo característico del ciclo económico es que el repunte de las tenencias de activos monetarios de las sociedades no financieras precede al punto de giro en la actividad económica o coincide con él, mientras que los préstamos de las IFM a este sector suelen presentar un desfase.

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, que incluye la adquisición de valores y la concesión de préstamos, aumentó hasta situarse en el 3,1% en septiembre, desde el 2,8% de agosto (véase cuadro 1), reflejando un crecimiento interanual más intenso del crédito al sector público. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado no se modificó, aunque en septiembre se registró un flujo mensual positivo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al citado sector, volvió a disminuir y se situó en el -0,3% en septiembre, frente al 0,1% del mes anterior. No obstante, el flujo mensual de préstamos de las IFM al sector privado fue positivo en septiembre, reflejando un aumento de los préstamos a los hogares y a los intermediarios financieros.

Las operaciones de titulización fuera de balance o real han sido moderadas en los últimos meses, tras un período de intensa actividad, especialmente a finales de 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 adicional de los bancos centrales tras las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año realizadas por el Eurosistema. De hecho, el flujo mensual de préstamos dados de baja del balance pasó a ser negativo en septiembre, lo que implica que las devoluciones de préstamos anteriormente dados de baja superaron el flujo de préstamos eliminados recientemente del balance. No obstante, el impacto de la anterior eliminación de préstamos siguió prevaleciendo en las tasas de crecimiento interanual, y la diferencia entre las series anuales corregida y sin corregir se situó en 1,2 puntos porcentuales en septiembre, una cifra que prácticamente no se ha modificado en los cuatro últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir y se situó en el -0,1% en septiembre, frente al 0,7% de agosto (véase cuadro 2). Los datos de septiembre confirman que el flujo de préstamos a más largo plazo (esto es, a más de cinco años) se ha mantenido positivo, en líneas generales, pese a haber sido algo más moderado que en agosto, y ha compensado, en parte, las caídas observadas en los préstamos a corto y a medio plazo. La combinación de la moderación observada en los préstamos a corto plazo y los persistentes flujos positivos de préstamos a más largo plazo podría reflejar un proceso en el que las empresas están sustituyendo préstamos bancarios a corto plazo por préstamos a largo plazo, con el fin de asegurarse los reducidos niveles vigentes de los tipos de interés a largo plazo. Esta evolución también es acorde con los incrementos observados en la emisión de valores, que podría indicar que las empresas, especialmente las grandes empresas, han sustituido los préstamos próximos al vencimiento por la financiación en los mercados. La disminución de los diferenciales entre los tipos de interés de mercado y los aplicados a los préstamos bancarios ha hecho que a las empresas les resulte más atrayente obtener financiación en los mercados.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares cayó hasta situarse en el -0,3% en septiembre, frente al -0,2% de agosto. No obstante, el flujo mensual fue positivo y superior al de agosto, continuando una tendencia que se inició en mayo. El descenso de esta tasa siguió estando impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el -0,6% en septiembre, frente al -0,4% de agosto, debido, en gran parte, a la moderación observada en los precios de la vivienda en muchos países de la zona del euro. No obstante, la evolución de los últimos meses confirma que la trayectoria descendente de los préstamos a hogares se ha moderado, en consonancia con la fase actual del ciclo económico.

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

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.

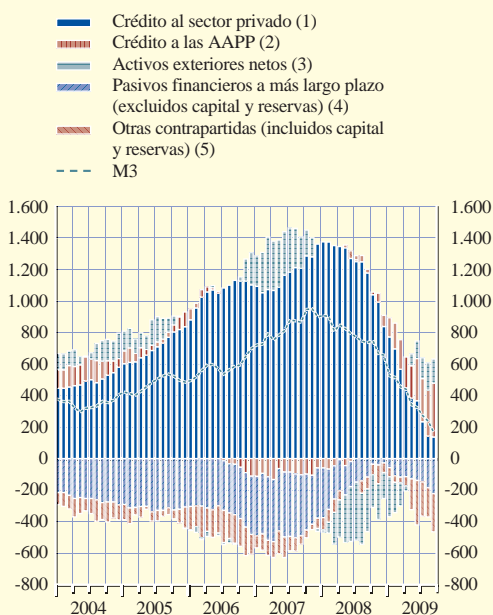
3) Las definiciones de crédito al consumo y préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

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 septiembre y se situó en el 4,6%, desde el 3,8% de agosto. En particular, los depósitos a más largo plazo (es decir, los depósitos a más de dos años y los disponibles con preaviso superior a tres meses) se han beneficiado de la acusada pendiente de la curva de tipos, y han atraído al menos parte de los fondos que han estado saliendo de los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas siguió disminuyendo y fue del 8,5% en septiembre, frente al 10,7% de agosto.

Por último, la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se redujo en 8 mm de euros en septiembre, tras dos meses de flujos positivos, con lo que los flujos interanuales disminuyeron hasta situarse en 153 mm de euros (véase gráfico 6). El hecho de que el flujo interanual de la posición acreedora neta frente al exterior sea positivo se debe a que los pasivos exteriores brutos se han reducido con mayor rapidez que los activos exteriores brutos. Hasta cierto punto, esta disminución paralela 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 el recuadro 1 se presenta un análisis de la evolución de los activos y pasivos exteriores netos desde la perspectiva de los instrumentos, sectores de contrapartida y regiones geográficas.

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.

En resumen, los datos monetarios de septiembre confirman la desaceleración del crecimiento de M3 y de los préstamos al sector privado, y siguen apuntando a una tasa de crecimiento monetario subyacente que implica presiones inflacionistas reducidas a medio plazo. Aunque los préstamos al sector privado no financiero fueron positivos si se consideran los flujos mensuales, se mantuvieron en niveles contenidos, como consecuencia del elevado grado de incertidumbre que subsiste en torno a las perspectivas de negocio, de renta y del mercado de la vivienda. Esta incertidumbre está moderando el crecimiento del crédito, ya que limita la demanda de préstamos de las IFM y afecta a la disposición y a la capacidad de las entidades de crédito para conceder préstamos. La corrección de los balances de las IFM se reanudó en septiembre, mes en que este sector redujo sustancialmente sus principales activos, fundamentalmente mediante la reducción de sus posiciones frente a otras IFM.

En el recuadro 3, que figura al final de esta sección, se presenta una descripción del marco actualizado para la recopilación de información estadística por parte del BCE, y en el recuadro 4 se analizan brevemente las cuentas integradas de la zona del euro para el segundo trimestre de 2009.

Recuadro 1

EL PAPEL DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES EN EL RECIENTE PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO

Las posiciones frente a no residentes (en adelante, posiciones «exteriores») han desempeñado un importante papel en la evolución del balance de las IFM de la zona del euro en los últimos años¹. Esto es válido tanto para el período 2005-2007, de fuerte desapalancamiento, como para el período de desapalancamiento posterior que se inició a principios de 2008. Ciertamente, casi la mitad de la reciente desaceleración observada en la acumulación de activos de las IFM se ha debido a la reducción de los activos exteriores (véase gráfico A). En este contexto, en este recuadro se examinan los activos y pasivos exteriores de las IFM desde la perspectiva de los instrumentos, sectores de contrapartida y regiones geográficas.

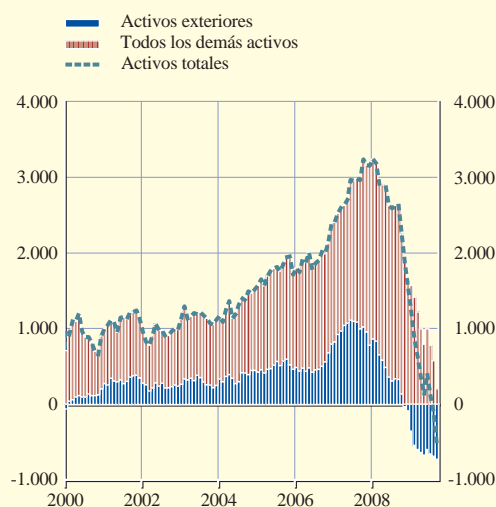
La perspectiva de los instrumentos

Tradicionalmente, las operaciones de las IFM de la zona del euro con el resto del mundo han supuesto, por el lado del activo, la concesión de préstamos o la compra de valores, mientras que los pasivos se han contraído principalmente en forma de depósitos. Estos activos y pasivos suelen derivarse de las operaciones con el resto del mundo llevadas a cabo por las IFM por cuenta del sector tenedor de dinero de la zona del euro.

Desde 2004 hasta finales de 2006, los flujos anuales hacia los activos exteriores tuvieron un

Gráfico A Activos totales y activos exteriores de las IFM

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: BCE.
Notas: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los «activos totales» excluyen los activos fijos y los activos restantes.

¹ Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», en el Boletín Mensual de agosto de 2008.

nivel y una composición relativamente estables en términos de instrumentos (véase gráfico B). En el período inmediatamente anterior al inicio de las turbulencias financieras, el volumen de préstamos al resto del mundo aumentó significativamente. Al mismo tiempo, las compras de valores distintos de acciones, a pesar de que también se incrementaron, desempeñaron un papel más limitado. Por el lado del pasivo, el flujo anual de depósitos procedentes del resto del mundo mostró un perfil similar al de los préstamos y correspondió al grueso de la financiación recibida del resto del mundo.

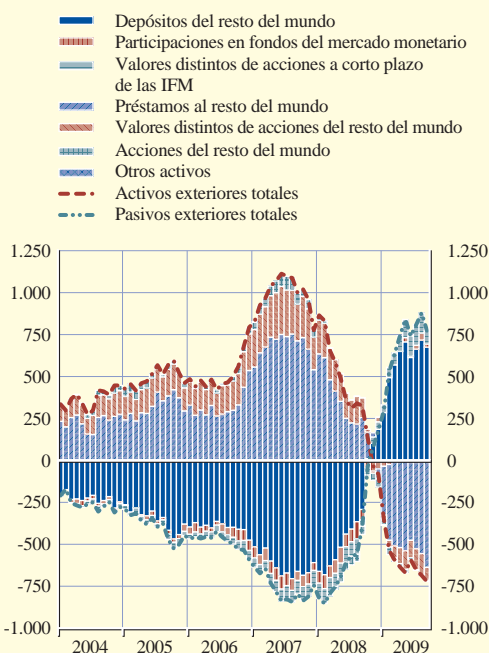
Desde finales de 2008, el sector IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) ha reducido considerablemente todos los activos y pasivos exteriores. Esto ha sucedido, sobre todo, en el volumen de préstamos concedidos a los no residentes en la zona del euro, aunque la contracción ha sido menos pronunciada que la observada en los depósitos exteriores. Al mismo tiempo, el descenso observado en los valores distintos de acciones emitidos en el resto del mundo mantenidos en el activo de las IFM ha sido más moderado de lo que hubiera podido esperarse sobre la base de las regularidades históricas. Desde finales de 2008 también se han registrado reembolsos en aquellos fondos del mercado monetario de la zona del euro que tradicionalmente invierten sus ingresos en valores distintos de acciones emitidos en el exterior y que se comercializan en el resto del mundo. Sin embargo, estos reembolsos han sido más limitados que los observados en los depósitos de las entidades de crédito. Si se comparan los reembolsos registrados en los fondos del mercado monetario con la reducción de los valores distintos de acciones emitidos por no residentes en el activo de las IFM, se constata que un porcentaje significativo de este descenso se deriva de las ventas efectuadas por las entidades de crédito.

La perspectiva del sector de contrapartida

En general, las operaciones realizadas por las entidades de crédito de la zona del euro por cuenta propia deberían dar lugar a variaciones simétricas en ambos lados del balance de las IFM, mientras que las operaciones liquidadas por cuenta de no residentes y del sector tenedor de dinero producirían variaciones asimétricas en términos de las posiciones acreedora y deudora en cuestión².

Gráfico B Activos y pasivos exteriores de las IFM, por instrumento

(flujos anuales en mm de euros)



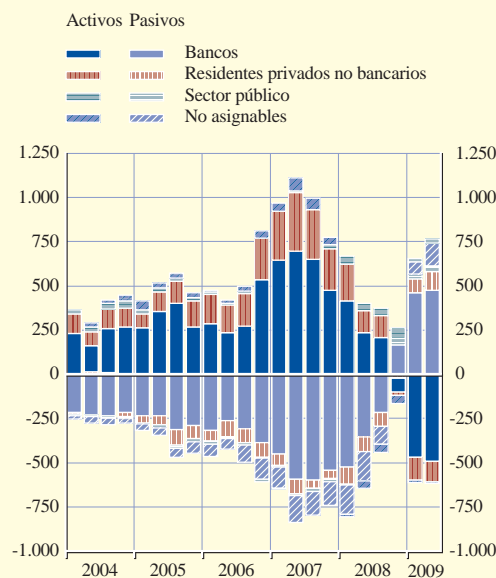
Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los «otros activos» incluyen las participaciones en fondos de inversión del resto del mundo en poder de las IFM y las tenencias de divisas exteriores a la zona del euro.

² Para una explicación conceptual de la relación entre la evolución de la posición acreedora neta y la de la posición acreedora bruta frente al exterior, véanse el recuadro titulado «Evolución de los activos y pasivos exteriores brutos de las IFM», en el Boletín Mensual de julio de 2007, y el recuadro titulado «Activos exteriores netos de las IFM y su impacto en la evolución monetaria», en el Informe Anual 2007.

El gráfico C sugiere que la fuerte correlación existente en las posiciones acreedora/deudora frente a las entidades no residentes refleja, en gran medida, las operaciones llevadas a cabo entre los bancos, bien con sus propias filiales en el extranjero o con otros bancos. Esto fue perceptible tanto en el aumento de los activos exteriores en el período previo a las turbulencias financieras como en el período de corrección observado a partir de 2008. La disminución de los préstamos interbancarios transfronterizos representa un intento de ajustar el tamaño de sus balances y de centrarse en la actividad crediticia principal. Al mismo tiempo, es posible que esta reducción refleje la paralización de la actividad en los mercados financieros internacionales, tras la quiebra de Lehman Brothers. Lo anterior señala un descenso en las actividades de las entidades de crédito de la zona del euro realizadas a través de los centros financieros internacionales. En el período transcurrido desde finales de 2008, las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) también han continuado aumentando sus tenencias de deuda pública extranjera, al tiempo que han reducido considerablemente su financiación de residentes privados no bancarios en el resto del mundo. La evolución de la posición «no asignable» recoge la reducción, en el lado del pasivo del balance, de los instrumentos negociables a corto plazo emitidos por las IFM de la zona en poder de no residentes.

Gráfico C Activos y pasivos exteriores de las IFM, por sector de contrapartida

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los pasivos se muestran con el signo opuesto. Los activos exteriores «no asignables» incluyen los valores de renta variable mantenidos en el resto del mundo, para los que no se dispone de desagregación por sectores. Los pasivos exteriores «no asignables» incluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM comprados por no residentes, para los que no se dispone de desagregación por sectores.

La perspectiva geográfica

En el gráfico D se presenta una desagregación estimada de los activos y pasivos exteriores frente a residentes en países de la UE no pertenecientes a la zona del euro y en el resto del mundo (excluida la UE). El Reino Unido ha desempeñado tradicionalmente un papel fundamental en las operaciones exteriores de las IFM de la zona del euro, sobre todo en lo que se refiere a las operaciones con bancos no residentes, como consecuencia del papel de Londres como centro financiero. El volumen de las operaciones con el resto del mundo (excluida la UE) es también muy elevado y es menos probable que tengan un banco de contrapartida. Los países de Europea Central y Oriental pertenecientes a la UE desempeñan un papel secundario en la posición de las IFM de la zona del euro frente al exterior, aunque puede que hayan desempeñado un papel más importante en los sectores IFM de algunos Estados miembros.

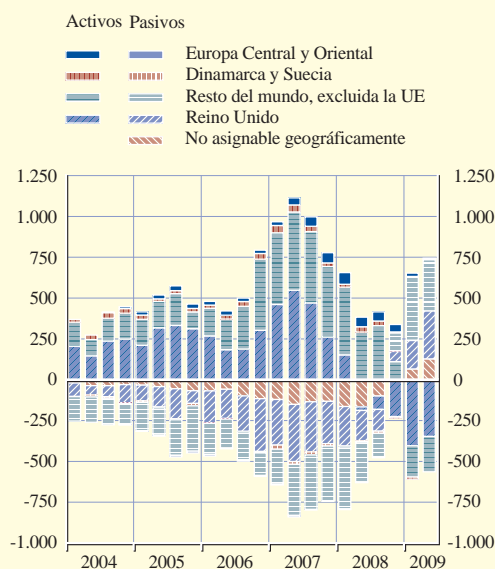
En el período desde 2004 hasta principios de 2006, los prestatarios residentes en el Reino Unido parecen haber sido las principales contrapartidas de los préstamos de las IFM al resto del mundo, mientras que la financiación de las IFM de la zona del euro procedente del Reino Unido fue mucho más limitada. Desde mediados de 2006 hasta el inicio de las turbulencias financieras, el crecimiento

de los préstamos transfronterizos se debió, principalmente, a las operaciones con el resto del mundo (excluida la UE). Por el contrario, la contracción observada posteriormente en los préstamos reflejó predominantemente una reducción de los activos frente a residentes en el Reino Unido. En lo que se refiere a los pasivos exteriores, el reciente flujo de salida puede atribuirse, sobre todo, a las retiradas por parte de los no residentes en la UE.

Las distintas perspectivas ayudan a arrojar cierta luz sobre los factores determinantes de la evolución observada recientemente en las posiciones frente al exterior. Tras los significativos aumentos registrados en los activos (y pasivos) exteriores entre 2004 y principios de 2008, el sector IFM de la zona del euro ha reducido considerablemente sus activos y pasivos frente al resto del mundo después de que se intensificaran las turbulencias financieras. La evidencia de las distintas perspectivas sugiere que esta reducción de las operaciones internacionales —que refleja, principalmente, un descenso de los préstamos otorgados y de los depósitos recibidos— se ha producido predominantemente frente a bancos no residentes radicados en los principales centros financieros, sobre todo en el Reino Unido. A diferencia de lo ocurrido en algunas crisis financieras internacionales anteriores, en el episodio actual han sido las exposiciones de los bancos a otros países industrializados las que más se han deteriorado. En suma, será necesario efectuar un estrecho seguimiento de las repercusiones de la reducción de la posición frente al exterior sobre la financiación de la economía real de la zona del euro y la integración de los mercados financieros internacionales.

Gráfico D Activos y pasivos exteriores de las IFM, por país/región

(flujos anuales en mm de euros)



Fuente: Estimaciones del BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema. Los pasivos se muestran con el signo opuesto. Los pasivos exteriores «no asignables geográficamente» incluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM comprados por no residentes, para los que no se dispone de desagregación geográfica.

Recuadro 2

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2009 que realiza el Eurosistema¹. En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto² de entidades de crédito participantes en la encuesta que señaló que se había producido un

1 La fecha límite para la recepción de datos de las entidades participantes fue el 2 de octubre de 2009. El 28 de octubre de 2009 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas volvió a reducirse considerablemente, lo que hizo que el endurecimiento neto casi se interrumpiera. Por tanto, se confirman los indicios de que se produjo un punto de inflexión en la tendencia hacia el endurecimiento observada en la encuesta de abril de 2009. Al mismo tiempo, se ha de tener presente que el endurecimiento neto acumulado durante el período de turbulencias financieras todavía no ha empezado a invertirse. Las entidades participantes en la encuesta también indicaron que el endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y al crédito al consumo disminuyó en el tercer trimestre de 2009. Para el cuarto trimestre de 2009, las entidades esperaban una leve relajación, en términos netos, de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas y una nueva reducción del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares. En cuanto a la demanda, las entidades indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas se mantuvo negativa, pero en menor medida que en el segundo trimestre, mientras que la demanda neta³ de préstamos para adquisición de vivienda volvió a aumentar en el tercer trimestre.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas volvió a reducirse considerablemente y se situó en el 8%, en comparación con el 21% del segundo trimestre y el 43% del primer trimestre (véase gráfico A). El endurecimiento neto fue similar para las grandes empresas (el 11%) y para las pequeñas y medianas empresas —pymes— (el 12%). Todos los factores contribuyeron a la disminución del endurecimiento neto de los criterios. Los principales factores determinantes del endurecimiento neto en la zona del euro continuaron siendo las perspectivas de sectores o sociedades concretas (un porcentaje neto del 38%, frente al 47% del segundo trimestre) y las expectativas relativas a la actividad económica en general (un porcentaje neto del 26%, en comparación con el 46% del segundo trimestre). No obstante, para los dos factores, el endurecimiento neto continuó disminuyendo notablemente en el tercer trimestre de 2009. Se ha de destacar que algunos factores de oferta, concretamente la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados (-3%) y su situación de liquidez (-9%), contribuyeron a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas.

El endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas disminuyó de forma significativa en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico B). En particular, el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo volvió a reducirse considerablemente y se situó en el 13% (desde el 35% del segundo trimestre) y en el 31% (frente al 56%), respectivamente. El grado de endurecimiento neto de las otras condiciones no relacionadas con el precio también experimentó un descenso.

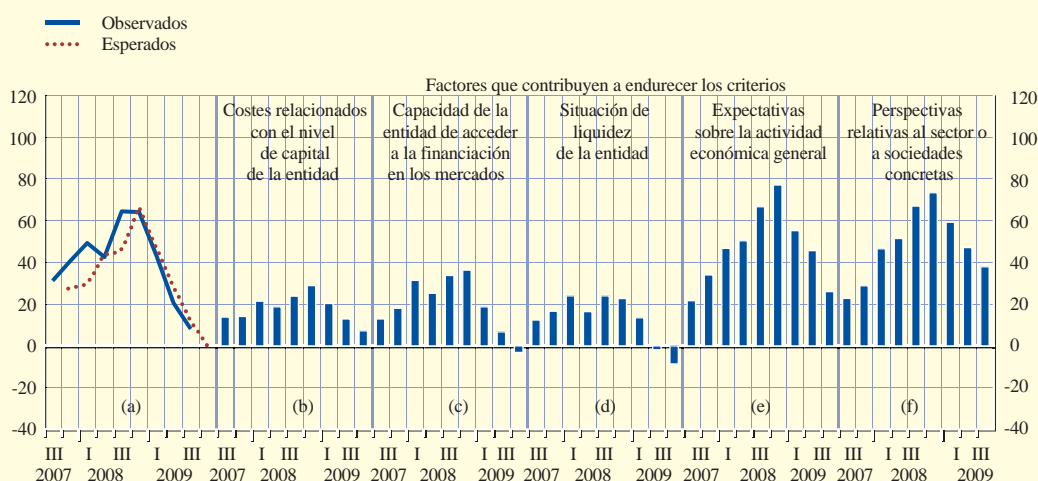
En cuanto a las expectativas, las entidades participantes en la encuesta esperan una leve relajación neta de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2009 (-1%; véase gráfico A).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos por parte de las empresas volvió a disminuir, aunque de manera más moderada, en el tercer trimestre de 2009, registrando un porcentaje neto del -20% (frente al -29% del segundo trimestre; véase gráfico C). La demanda neta fue considerablemen-

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

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

(en porcentaje neto)

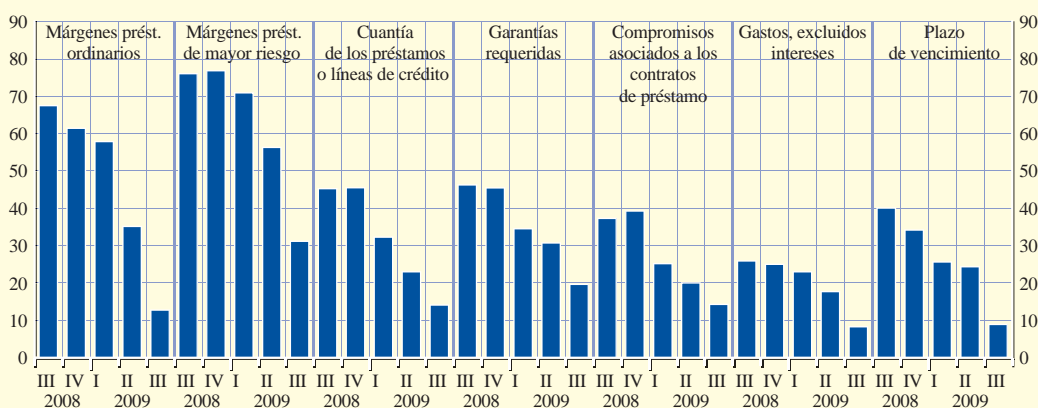


Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

te más negativa para las grandes empresas (el -27%) que para las pymes (el -17%). Las inversiones en capital fijo, así como las fusiones y adquisiciones y reestructuraciones de empresa, fueron los dos factores que más contribuyeron a la demanda neta negativa observada (el -52% y el -33%, respectivamente), con un impacto que prácticamente no se modificó con respecto al segundo trimestre. La financiación en los mercados, en particular mediante la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas, tam-

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

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



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

bién contribuyó negativamente a la demanda neta de préstamos (el -12%, frente al -7% del segundo trimestre), lo que indica una mejora en las condiciones de financiación en los mercados.

En cuanto a las expectativas para el cuarto trimestre de 2009, se espera que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas sea ligeramente positiva (1%), sin variaciones con respecto a las expectativas del trimestre anterior (véase gráfico C).

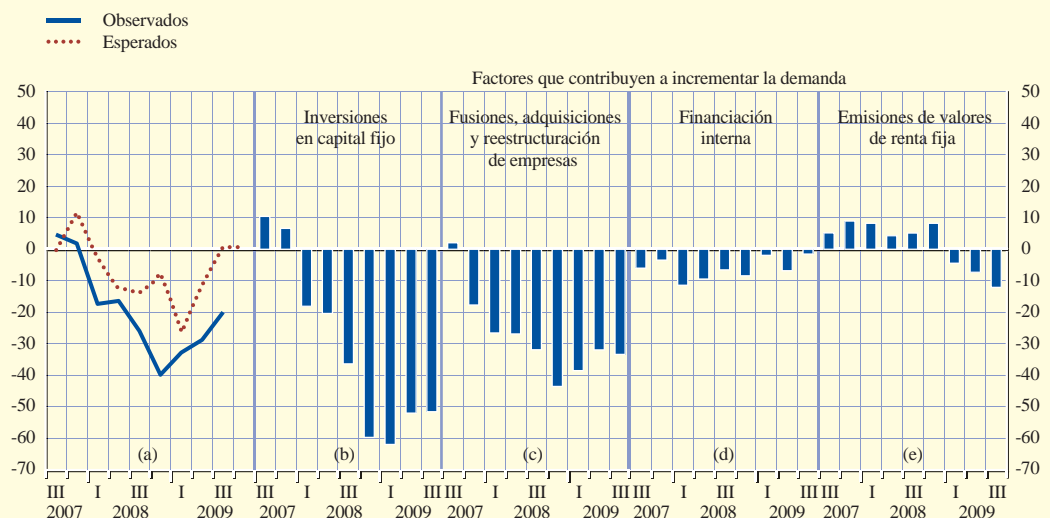
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido volvió a descender, hasta el 14% (frente al 22% del segundo trimestre y el 28% del primer trimestre; véase gráfico D). La disminución del endurecimiento neto de los criterios aplicados a esta modalidad de préstamo estuvo determinada por la menor percepción de riesgos por parte de las entidades de crédito en relación con la actividad económica en general (el 19%, frente al 29%) y con las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 14%, frente al 22%).

En cuanto a las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, el endurecimiento neto de los márgenes volvió a reducirse en el tercer trimestre para los préstamos ordinarios (el 6%, frente al 10% del segundo trimestre) y para los préstamos de mayor riesgo (el 23%, frente al 35%). Después de que las condiciones no relacionadas con el precio no se modificaran, en general, en el segundo trimestre, el endurecimiento neto de las garantías solicitadas y de la relación entre el principal y el valor de la garantía disminuyó considerablemente en el tercer trimestre.

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

(en porcentaje neto)



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

De cara al cuarto trimestre de 2009, las entidades participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda siga siendo positivo, pero que continúe disminuyendo (hasta el 5%; véase gráfico D).

Demanda de préstamos: El porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que señaló un aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda se incrementó de nuevo, hasta el 10%, en el tercer trimestre de 2009, desde el 4% del segundo trimestre (véase gráfico E). Este aumento estuvo determinado, en particular, por una valoración considerablemente menos negativa de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, en comparación con el segundo trimestre. Para el cuarto trimestre de 2009, se espera que la demanda neta de esta modalidad de préstamo continúe siendo positiva (el 9%).

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2009, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares volvió a descender, hasta el 13% (desde el 21% del segundo trimestre de 2009; véase gráfico F). El principal factor determinante del endurecimiento neto fue la percepción del riesgo de las entidades, principalmente en relación con las expectativas relativas a la actividad económica en general y la solvencia de los consumidores.

Para el cuarto trimestre de 2009, las entidades esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares siga disminuyendo (hasta el 9%; véase gráfico F).

Demanda de préstamos: La demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares continuó disminuyendo en el tercer trimestre de 2009 (el -9%), aunque considerablemente menos que en el segundo trimestre (el -26%; véase gráfico E). El factor que más contribuyó a la moderación de la

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

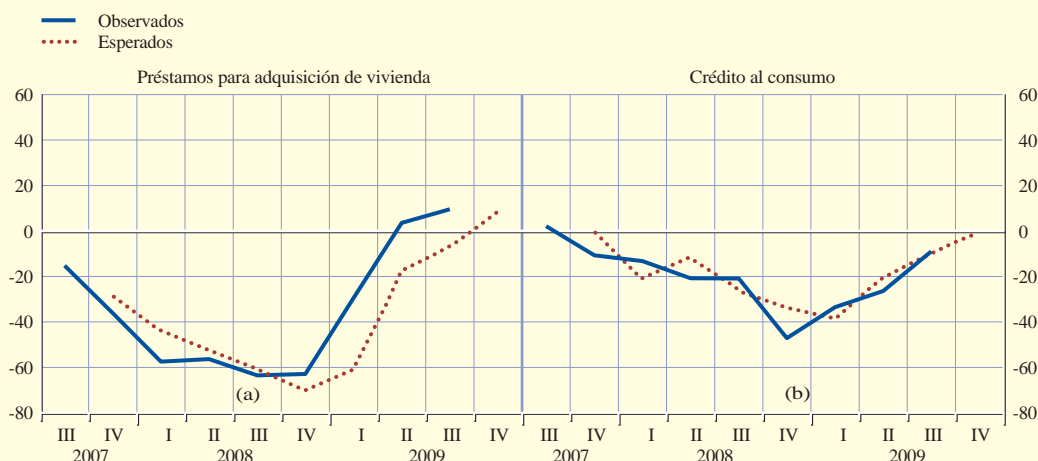
(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

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

(en porcentaje neto)

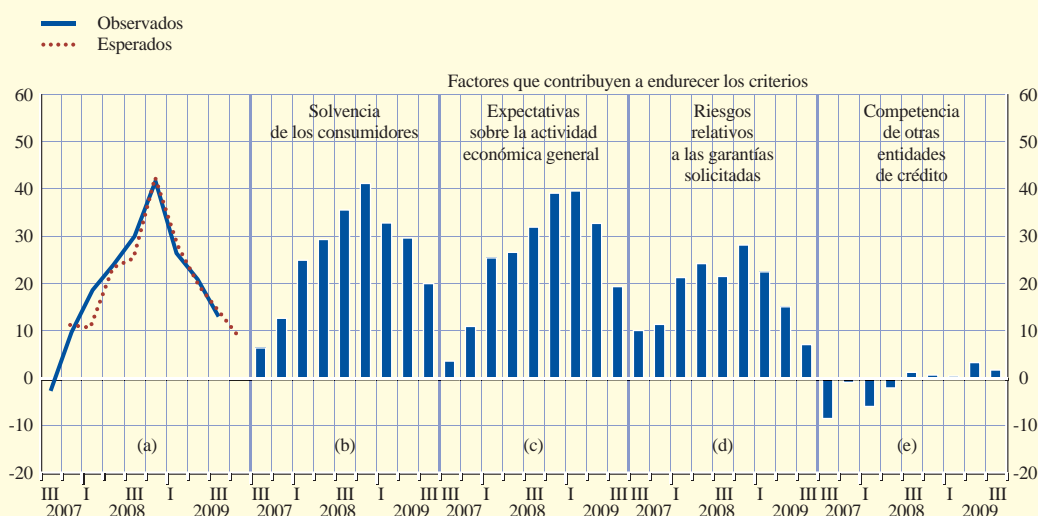


Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se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

demanda siguió siendo la confianza de los consumidores (el -20%, frente al -29% del segundo trimestre), mientras que el impacto negativo relacionado con el gasto en bienes de consumo duradero se redujo notablemente (hasta el -6%, frente al -28%). En lo que respecta a las expectativas, se espera que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares no se modifique (0%) en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico E).

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

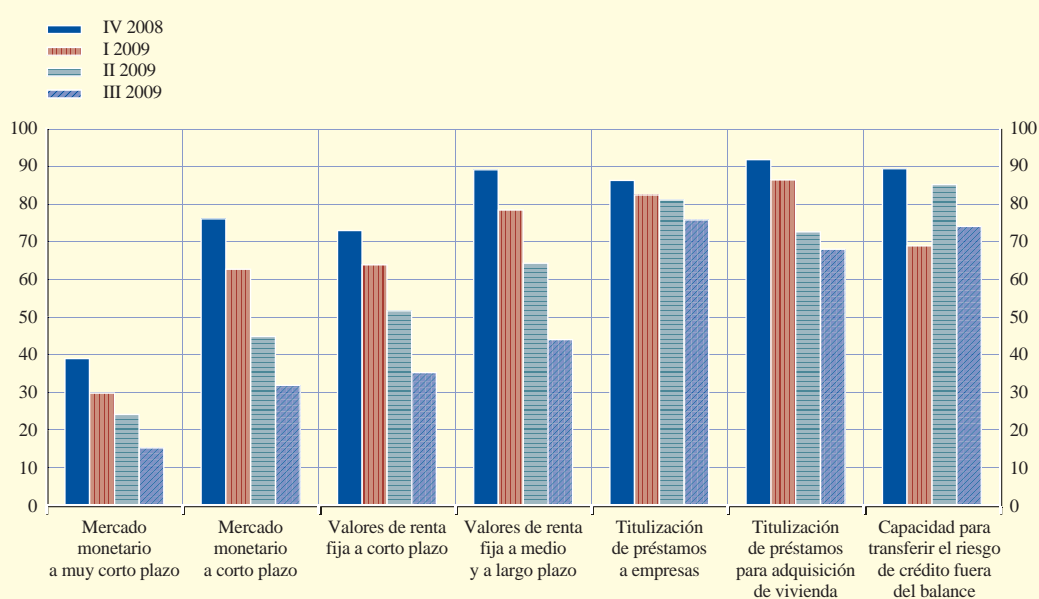
Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de octubre de 2009 se plantearon una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer el impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros desde el segundo semestre de 2007.

Para el tercer trimestre de 2009, las entidades participantes en la encuesta indicaron que el acceso a la financiación en los mercados mayoristas había planteado menos dificultades que en el segundo trimestre en todos los mercados y categorías que se muestran en el gráfico G. En el caso del acceso a la financiación en los mercados monetarios a muy corto plazo y a corto plazo, el 15% y el 32%, respectivamente, de las entidades que participaron en la encuesta señalaron que dicho acceso se vio dificultado como consecuencia de las turbulencias financieras. Aunque los porcentajes de entidades que declararon dificultades para acceder a los mercados de renta fija a corto plazo y a medio y largo plazo (el 35% y el 44%, respectivamente) fue más elevado que los señalados para la financiación a través de los mercados monetarios, dichos porcentajes fueron considerablemente más reducidos que en el segundo trimestre. En cuanto a la titulización, se registró cierta mejora en el acceso a este mercado. No obstante, el acceso a esta fuente de financiación continuó planteando dificultades, según el 68%-76% de las entidades participantes, dependiendo del tipo de titulización. Para los tres próximos meses, las entidades esperan una nueva mejora en el acceso a los mercados financieros, en particular a los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo y a los de titulización, en los que la situación todavía se considera más complicada que la de los mercados monetarios y de valores de renta fija a corto plazo.

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

(en porcentaje)



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

Según las entidades participantes en la encuesta, las medidas anunciadas e introducidas por los Gobiernos, de apoyo a la recapitalización y avales públicos para valores de renta fija emitidos por entidades de crédito, continuaron contribuyendo a mejorar el acceso de las entidades a la financiación en los mercados mayoristas en el tercer trimestre de 2009. El 55% de las entidades participantes (frente al 60% en el segundo trimestre) indicó que los planes de apoyo de los Gobiernos habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» en su acceso a la financiación.

En consonancia, en líneas generales, con la mejora registrada en el acceso a los mercados financieros mayoristas, las entidades señalaron que el impacto sobre su política crediticia, en lo que respecta a los márgenes aplicados y a las cantidades otorgadas, derivado de las mayores dificultades de acceso a estos mercados, disminuyó en el tercer trimestre de 2009. Este impacto continuó siendo más intenso sobre los márgenes que sobre el volumen concedido. En cuanto al efecto de las mayores dificultades de acceso a la titulización sobre los préstamos bancarios, las entidades también indicaron un impacto algo menor sobre el volumen y sobre los márgenes aplicados que en el trimestre anterior.

2.2 EMISIONES DE VALORES

El crecimiento de la emisión total de valores distintos de acciones siguió siendo intenso en agosto de 2009, aunque volvió a moderarse ligeramente con respecto a la elevada tasa registrada en meses anteriores. La emisión de este tipo de valores por las sociedades no financieras de la zona del euro continuó siendo dinámica en agosto de 2009, impulsada, en gran parte, por la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. La evolución de las emisiones del sector empresas refleja la mejora observada en las condiciones de los mercados de capitales y, probablemente, la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, dado que el coste de la financiación mediante valores de renta fija ha disminuido con más rapidez que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios y dado que persiste el endurecimiento de los criterios aplicados por las entidades para la aprobación de préstamos y líneas de crédito. De igual modo, la emisión de acciones cotizadas por residentes en la zona del euro continuó su moderada tendencia al alza en agosto de 2009.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro descendió hasta situarse en el 11% en agosto de 2009, frente al 11,8% del mes anterior (véase cuadro 3), confirmando con ello que el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones ha experimentado una ligera moderación, aunque se mantiene en niveles elevados. Esto también se refleja en la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de este tipo de valores, que ha estado apuntando a que la sólida expansión de la emisión total de valores 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.

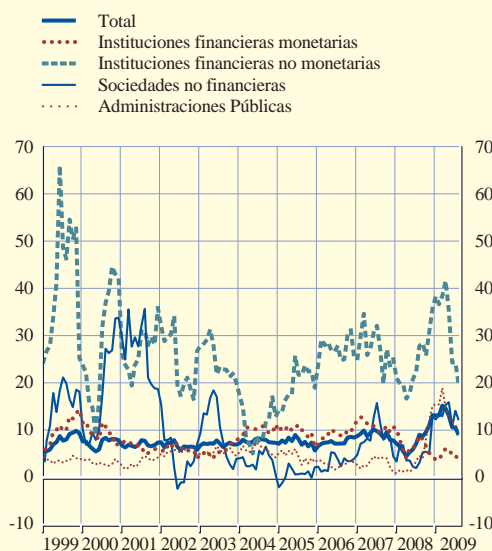
En cuanto a los plazos de vencimiento, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se mantuvo en niveles altos, siguió descendiendo con rapidez y se situó en el 14% en agosto de 2009, desde el 18,7% del mes anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo continuó siendo elevada, del 10,6%, en agosto de 2009. La emisión de este tipo de valores puede dividirse en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses, los emisores han favorecido claramente a los valores distintos de accio-

nes a largo plazo a tipo de interés fijo, que representan casi el 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 10,6% en agosto de 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 10,9%.

En cuanto a la emisión por sectores, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y fue del 12,6% en agosto de 2009. El crecimiento sostenido de la emisión de este tipo de valores estuvo impulsado, principalmente, por los valores a largo plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por las sociedades no financieras fue considerablemente negativa en los meses del año transcurridos hasta agosto de 2009. Actualmente, las empresas de la zona del euro están aprovechando el acusado descenso del coste relativo de financiación mediante valores de renta fija con el fin de asegurarse financiación a largo plazo. Ciertamente, entre noviembre de 2008 y agosto de 2009, el coste real de esta fuente de financiación cayó con mucha más rapidez que los tipos correspondientes aplicados por las IFM a los préstamos y líneas de crédito. Esto se debió a las mejoras registradas en las condiciones de financiación en los mercados de capitales, y los diferenciales de los valores de renta fija privada retornaron a niveles inferiores a los observados inmediatamente antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008, aunque siguieron en nive-

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.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Agosto	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 Jul	2009 Ago
Valores distintos de acciones	14.090	7,3	7,8	10,6	12,0	11,8	11,0
IFM	5.439	8,2	5,7	5,9	5,9	4,3	3,6
Instituciones financieras no monetarias	2.156	22,9	23,7	31,1	32,7	31,0	27,6
Sociedades no financieras	763	4,1	5,1	7,8	10,3	13,1	12,6
Administraciones Públicas	5.731	2,4	5,6	9,6	12,1	13,2	13,0
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.377	2,4	5,7	9,9	12,3	13,5	13,3
Otras Administraciones Públicas	354	3,0	2,9	5,9	9,6	9,5	9,0
Acciones cotizadas:	4.044	0,6	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7
IFM	572	2,8	4,9	7,2	8,7	9,5	9,4
Instituciones financieras no monetarias	371	2,6	2,6	3,1	3,4	3,9	3,6
Sociedades no financieras	3.171	0,0	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,7

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».

les ligeramente por encima de los registrados antes de la crisis (es decir, julio de 2007), pese al incremento paralelo de las tasas de impago de empresas.

Al mismo tiempo, el dinamismo observado en la emisión de estos valores por las sociedades no financieras también podría deberse, en parte, al deterioro en la disponibilidad de financiación bancaria 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 sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2009). El moderado nivel de operaciones de fusión y adquisición, uno de los principales determinantes tradicionales de la emisión de valores distintos de acciones, confirma la valoración de que las empresas, especialmente las grandes, pueden haberse dirigido a los mercados de capitales para eludir el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos bancarios. En la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2009, un porcentaje creciente de las entidades participantes indicó que la competencia de la financiación en los mercados contribuyó a la desaceleración de la demanda de crédito bancario.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM volvió a disminuir y se situó en el 3,6% en agosto de 2009, frente al 4,2% del mes anterior, como consecuencia de la rápida caída de la tasa correspondiente de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, hasta el -4,2% en agosto de 2009, desde el 1,7% del mes precedente, mientras que el crecimiento de la emisión de este tipo de valores a largo plazo se mantuvo prácticamente invariable, en el 4,9%. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias experimentó una reducción y se situó en el 27,6% en agosto de 2009, esto es, aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo del nivel observado el mes precedente. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada también se moderó en agosto de 2009, en comparación con el mes anterior. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, al igual que las de otros emisores, siguieron centrándose en los valores a más largo plazo.

Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados en agosto de 2009, mes en que se situó en el 13%. El fuerte impulso observado en la emisión de deuda pública se debe a que continúan las sustanciales necesidades de financiación del sector público de la zona del euro, y se ha de observar que la tasa de crecimiento de la emisión de deuda pública a corto plazo registró un crecimiento muy intenso.

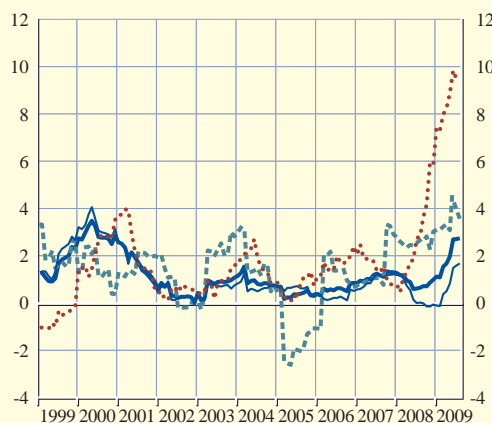
ACCIONES COTIZADAS

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 agosto de 2009 (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo elevada, en el 9,4%, reflejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por mejorar sus balances incrementando sus bases de capital. Otro rasgo reseñable es el au-

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

(tasas de variación interanual)

- Total
- Instituciones financieras monetarias
- - - - Instituciones financieras no monetarias
- Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

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

mento de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se situó en el 1,7% en agosto de 2009, el nivel más alto observado desde mayo de 2001, una mejora que posiblemente estuvo impulsada por la positiva evolución de los mercados de valores en los últimos meses y las continuas necesidades de reforzar los balances de las empresas.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Tanto los tipos de interés del mercado monetario sin garantías como los tipos con garantías se mantuvieron relativamente estables en octubre de 2009, prácticamente invariables con respecto al mes anterior. La liquidez en la zona del euro continuó siendo abundante, tras la adjudicación de las dos primeras operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año el 24 de junio y el 30 de septiembre de 2009. Esto quedó reflejado en el descenso de la demanda observado en las operaciones principales de financiación y en las otras operaciones de financiación a plazo más largo, todas realizadas aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. 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.

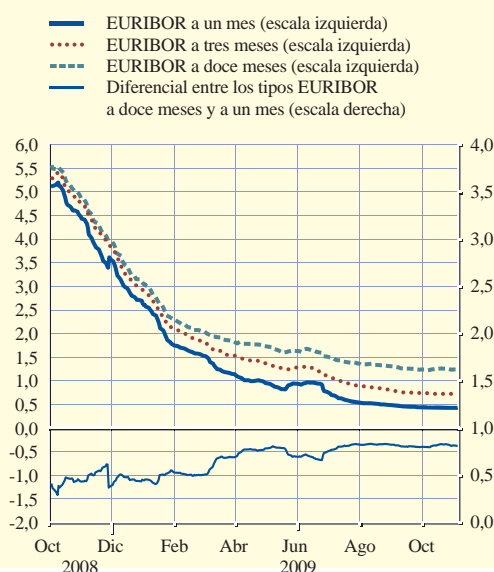
Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron estables en octubre de 2009. El 4 de noviembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,43%, el 0,72%, el 1% y el 1,24%, respectivamente, prácticamente sin variaciones con respecto a los niveles del 7 de octubre. La pendiente de la curva de tipos del mercado monetario aumentó ligeramente, y el diferencial entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes se situó en 81 puntos básicos el 4 de noviembre, 2 puntos básicos por encima del nivel observado el 7 de octubre, y los dos tipos se movieron en direcciones opuestas (véase gráfico 9).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías obtenidos del índice del EONIA *swap* experimentaron un ligero descenso. En el segmento a tres meses, la caída del tipo *swap* fue menos pronunciada que la del EURIBOR, lo que se tradujo en una disminución moderada del diferencial entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías. Este diferencial se situó en 26 puntos básicos el 4 de noviembre, esto es, 1 punto básico por encima del nivel observado el 7 de octubre.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2009 y marzo de 2010 cayeron 3 puntos básicos entre el 7 de octubre y el 4 de noviembre, fecha en que se situaron en el 0,760% y el 0,935%, respectivamente, mientras que el tipo implícito en el contrato con vencimiento en junio de 2010 se incrementó 4 puntos básicos, hasta el 1,265%.

Gráfico 9 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

El EONIA fue estable, en líneas generales, en octubre, y se situó en niveles en torno a 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 10). La única excepción fue el 13 de octubre, último día del noveno período de mantenimiento del año, fecha en que el EONIA se elevó hasta alcanzar el 0,57%, como consecuencia de una operación de ajuste de absorción de liquidez realizada por el Eurosistema. En esa operación, en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable, se absorbieron 169,7 mm de euros a un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,74%.

El volumen de las operaciones de mercado abierto, que aumentó temporalmente hasta situarse en torno a 743 mm de euros tras la liquidación de la segunda operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año el 30 de septiembre, reanudó su descenso, y el 4 de noviembre se situó en 685,2 mm de euros. Desde principios de octubre, la demanda de liquidez en las operaciones principales de financiación y en las operaciones de financiación a plazo más largo —y, por tanto, la liquidez proporcionada en estas operaciones dado el procedimiento de subasta con adjudicación plena que aplica actualmente el Eurosistema— se ha situado constantemente por debajo de los importes que vencían. Esta tendencia ha sido más pronunciada en el caso de las operaciones a plazo más largo, debido principalmente a las OFPML a un año. No obstante, en conjunto, el plazo medio de las operaciones de liquidez se ha alargado, y, actualmente, las operaciones principales de financiación sólo representan alrededor del 7% del total de la liquidez, en comparación con aproximadamente el 50% observado en junio antes de la liquidación de la primera OFPML a un año.

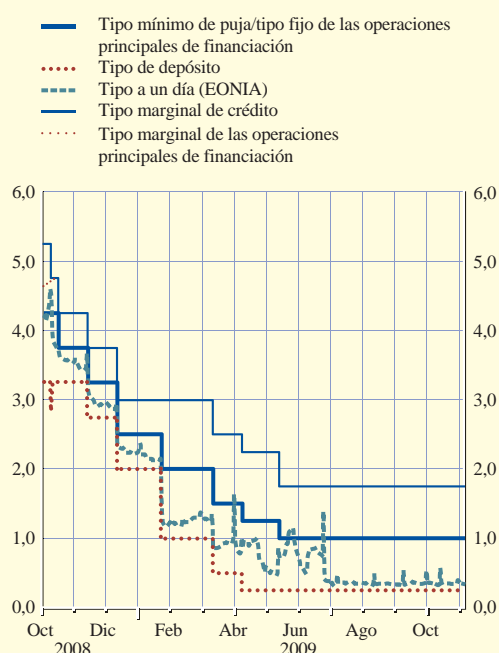
En las operaciones principales de financiación realizadas los días 6, 13, 20 y 27 de octubre, el BCE adjudicó 62,6 mm de euros, 61,6 mm de euros, 49,8 mm de euros y 48,7 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales con vencimiento a uno, tres y seis meses en octubre, así como una OFPML regular a tres meses. El BCE adjudicó 7,7 mm de euros en la OFPML especial con vencimiento a un mes efectuada el 13 de octubre, y 1,1 mm de euros y 2,4 mm de euros, respectivamente, en las OFPML especiales con vencimiento a tres y seis meses del 7 de octubre. En la OFPML regular a tres meses realizada el 29 de octubre, el BCE adjudicó 3,3 mm de euros.

El superávit de liquidez del mercado monetario de la zona del euro fue absorbido principalmente mediante el recurso a la facilidad de depósito, que se mantuvo elevado, en 91,5 mm de euros, el 4 de noviembre, pero por debajo del recurso medio diario de 109,6 mm de euros observado en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 13 de octubre.

El 6 de octubre, de conformidad con la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno el 24 de octubre, el Eurosistema, haciendo uso de los acuer-

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

dos recíprocos de divisas (líneas *swap*) con la Reserva Federal, realizó la última operación de inyección de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento a 84 días. No obstante, el Eurosistema continuó proporcionando liquidez en esta divisa a través de operaciones a una semana respaldadas por activos de garantía admitidos por el Eurosistema. De igual modo, el Eurosistema, de conformidad con el acuerdo con el Banco Nacional de Suiza, continuó proporcionando financiación a una semana en francos suizos mediante operaciones de *swaps* de divisas.

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 4 de noviembre ascendió a unos 21 mm de euros, frente a un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó ligeramente en la zona del euro, como consecuencia, en parte, del elevado volumen de emisiones registrado en el citado mes y de la mejora de los datos macroeconómicos. El rendimiento de los bonos a largo plazo se incrementó algo más en Estados Unidos durante el mismo período. En octubre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos. Las expectativas de inflación obtenidas de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro parecen mantenerse firmemente ancladas. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro se estrecharon nuevamente en octubre, volviendo a niveles similares a los observados antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008.

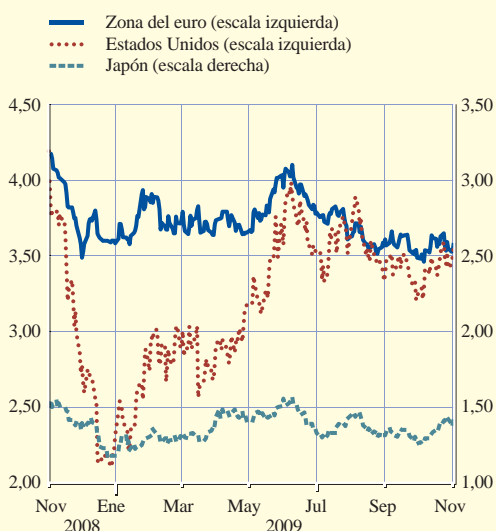
En comparación con finales de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó unos 10 puntos básicos en la zona del euro y unos 20 puntos básicos en Estados Unidos, hasta situarse en el 3,6%, en ambos casos, el 4 de noviembre (véase gráfico 11). En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro se estrechó, hasta situarse en cero puntos porcentuales. El aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede explicarse, en parte, por el elevado volumen de emisiones observado en octubre y por la mejora de las perspectivas macroeconómicas. El incremento del rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años es reflejo de la publicación de datos más favorables de lo previsto y de revisiones de las expectativas del mercado respecto a la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, tras las observaciones realizadas por el presidente de la Reserva Federal en la tercera semana del mes. Hacia finales de octubre, el elevado volumen de emisiones de bonos estadounidenses encontró una fuerte demanda, en el contexto de una corrección de los mercados bursátiles y de presiones al alza sobre el tipo de cambio del dólar estadounidense, con una ligera disminución del rendimiento, en comparación con los niveles observados a mediados de mes. En octubre, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.

La reducción de la mayor parte de los diferenciales de seguros de riesgo de crédito a diez años entre los países de la zona del euro estuvo acompañada de un estrechamiento de los diferenciales de deuda soberana de la zona frente a Alemania, con una notable excepción en Grecia, donde el diferencial se amplió ligeramente.

En comparación con finales de septiembre, el rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios, situándose en el 0,8% el 4 de noviembre,

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.

mente, parece estar relacionada con factores técnicos, concretamente con la normalización en curso, pero incompleta, de la situación de liquidez en todos los plazos, tras la crisis financiera, y con la creciente demanda de bonos que ofrecen protección contra la inflación. De cara al futuro, el esperado

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.

mientras que el rendimiento real de los bonos a diez años se elevó 20 puntos básicos, hasta el 1,6%, en la misma fecha (véase gráfico 12). En consecuencia, el rendimiento real *forward* a cinco años dentro de cinco años se incrementó 30 puntos básicos, hasta situarse en el 2,3%. Esta evolución es reflejo de la normalización en curso, pero incompleta, de la situación de liquidez del mercado de bonos indicados con la inflación.

Los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas. El 4 de noviembre, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,8% y el 2,1%, respectivamente, ligeramente por debajo de los niveles registrados a finales de septiembre (véase gráfico 13). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años disminuyó 20 puntos básicos, hasta el 2,4%. Sin embargo, la elevada volatilidad de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y de los tipos de los *swaps* indicados con la inflación, observada recientemente, parece estar relacionada con factores técnicos, concretamente con la normalización en curso, pero incompleta, de la situación de liquidez en todos los plazos, tras la crisis financiera, y con la creciente demanda de bonos que ofrecen protección contra la inflación. De cara al futuro, el esperado

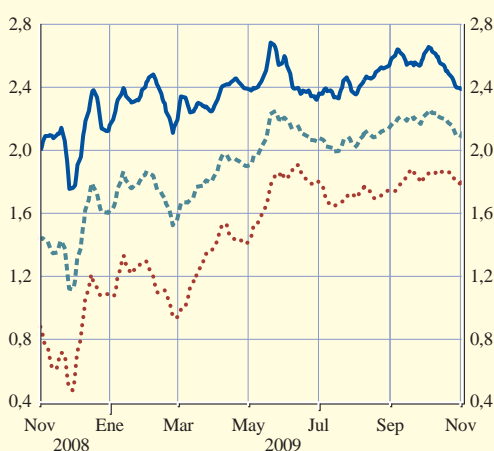
aumento de la oferta de bonos indicados con la inflación debería contribuir a mejorar la situación de liquidez a lo largo de la curva de tasas de inflación implícitas. La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra cómo el comportamiento general del rendimiento de la deuda 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). En 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 ligeramente con respecto a finales de septiembre, lo que puede asociarse, probablemente, a un leve incremento de las primas por plazo de vencimiento, como consecuencia del ligero aumento de la volatilidad en los mercados de renta fija.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los valores de renta fija de alta calidad

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)

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

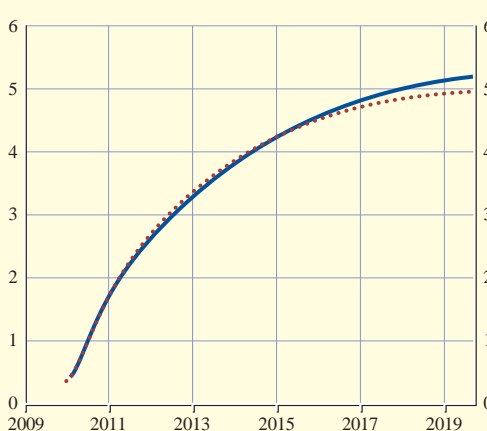


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 14 Tipos de interés forward implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)

- 4 de noviembre de 2009
- 30 de septiembre de 2009



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.

con calificación crediticia más baja y de los valores de grado especulativo continuaron estrechándose. Ello se reflejó en una elevada emisión de deuda en el sector privado, lo que sigue sugiriendo que la financiación bancaria está siendo sustituida, en cierta medida, por la financiación de mercado. En el contexto actual de mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas, el marcado estrechamiento de los diferenciales de renta fija privada (pese al aumento de las tasas de impago en el sector privado, a raíz de la pronunciada desaceleración cíclica) probablemente refleja la normalización de la situación en esos mercados, que volvieron a los niveles vigentes antes de la intensificación de la crisis financiera en el pasado otoño, aunque manteniéndose ligeramente por encima de los valores históricos a largo plazo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En septiembre de 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. La tendencia a la baja de estos tipos iniciada en noviembre de 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 septiembre de 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 en el mes anterior, como consecuencia de la gradual transmisión de los considerables descensos de los tipos del mercado monetario observados desde noviembre de 2008 (véase gráfico 15). Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos concedidos a las sociedades no financieras se redujeron 6 puntos básicos en septiembre de 2009, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados a corto plazo otorgados a este sector registraron una caída de 23 puntos básicos durante el mismo período. De la misma manera, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda disminuyeron 19 puntos básicos en septiembre de 2009. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los descubiertos en cuenta concedidos a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables, mientras que, en el caso de los hogares, se incrementaron ligeramente.

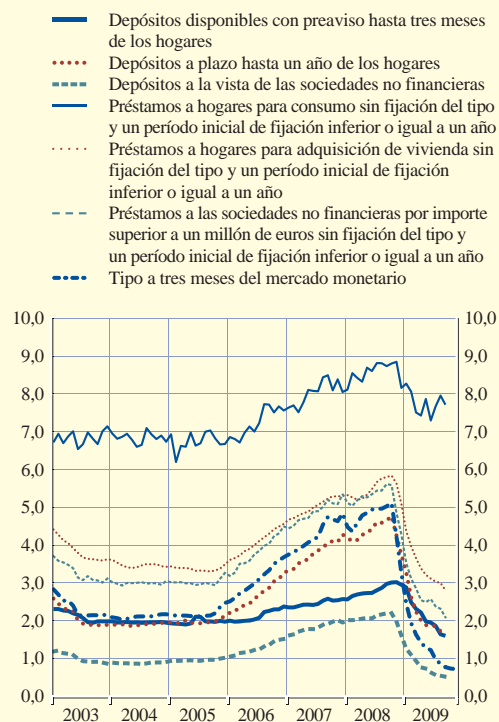
En general, los descensos observados en los tipos de interés a corto plazo de los préstamos en septiembre de 2009 fueron más pronunciados que los de los tipos correspondientes del mercado monetario. Por ejemplo, el EURIBOR a tres meses se redujo 9 puntos básicos. Por consiguiente, aunque los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y los tipos a corto plazo del mercado monetario siguen siendo amplios, se redujeron en septiembre de 2009, y se espera que disminuyan aún más a medida que, eventualmente, se transmitan las variaciones de los tipos de interés de mercado (véase gráfico 16).

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron 299 puntos básicos entre octubre de 2008 y septiembre de 2009. Los tipos de interés equivalentes aplicados a los préstamos por importes reducidos y elevados concedidos a las sociedades no financieras registraron una caída de 298 y 353 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 425 puntos básicos del EURIBOR a tres meses. A pesar de la preocupación respecto a las perspectivas de los balances de los prestatarios y de la incertidumbre en cuanto a la renta y 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 depósitos con un grado de inercia bastante similar al observado en el pasado (véase también 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 de 2009).

En septiembre de 2009, la gran mayoría de los tipos de interés a medio y largo plazo aplicados a los préstamos descendieron en un entorno de rendimientos más bajos de la deuda pública (véase gráfico 17).

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)



Fuente: BCE.

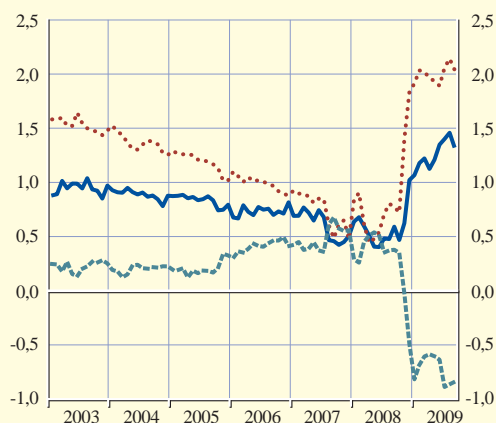
Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos y elevados concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años registraron una caída de 8 y 21 puntos básicos, respectivamente. De la misma manera, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años y con período inicial del tipo de más de diez años experimentaron un descenso de 6 y 4 puntos básicos, respectivamente. Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a siete años se redujo 8 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los descensos observados entre agosto de 2008 y septiembre de 2009 en los tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares fueron equivalentes, en general, a aproximadamente la mitad de los 152 puntos básicos en que se redujeron los rendimientos de la deuda pública a siete años durante ese período. Si bien esta evolución podría reflejar, principalmente, el 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 señalar un incremento de las primas de riesgo de crédito. Por el contrario, los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos por importes reducidos concedidos a las sociedades no financieras descendieron 136 puntos básicos entre agosto de 2008 y septiembre de 2009, mientras que los tipos aplicados por las IFM a los préstamos por importes elevados concedidos a este sector experimentaron una caída de 211 puntos básicos. Así pues, en general, los descensos de los tipos de interés a largo plazo aplicados a

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

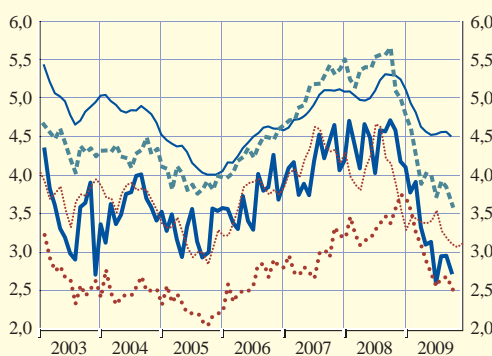


Fuente: BCE.
Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

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



Fuente: BCE.

los préstamos concedidos a las sociedades no financieras han sido similares o más pronunciados que los registrados por los tipos de mercado a largo plazo durante este período.

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, en un nivel bajo, durante el año transcurrido hasta septiembre, 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 a los depósitos.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

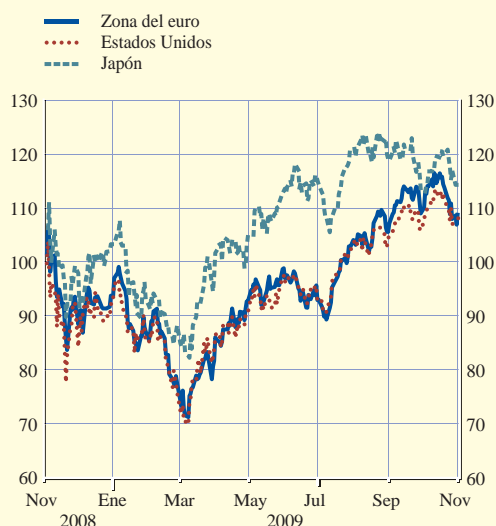
En la mayor parte del mes de octubre, los precios de las acciones siguieron subiendo en la zona del euro y en Estados Unidos, antes de bajar en los últimos días del mes, deshaciendo, en gran medida, las ganancias iniciales. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable aumentó hacia finales de mes. En la zona del euro, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses volvió a mejorar en octubre y se observó por primera vez en más de un año tanto en el sector financiero como en el no financiero. En general, en la mayor parte del mes de octubre las cotizaciones bursátiles subieron en la zona del euro, como resultado de la publicación de datos económicos más positivos y de revisiones al alza de las expectativas de beneficios. Hacia el final del mes, la realización de beneficios y la persistente incertidumbre de los mercados respecto a las perspectivas económicas pesaron sobre la evolución de los precios de las acciones.

En la mayor parte del mes de octubre, los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos mostraron una tendencia ascendente, antes de experimentar un descenso hacia el final del mes, reflejo, principalmente, de la realización de beneficios por parte de los participantes en el mercado. Este patrón se observó tanto en el sector financiero como en el no financiero. Entre finales de septiembre y el 4 de noviembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, y las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, bajaron un 3,6%, un 1% y un 2,9%, respectivamente (véase gráfico 18). Al mismo tiempo, la incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se mantuvo, en general, estable en la mayor parte de octubre, pero aumentó hacia el final del mes en la zona del euro y en Estados Unidos (véase gráfico 19).

La tendencia ascendente de los precios de las acciones observada en la zona del euro en la primera mitad de octubre estuvo determinada por la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto, que impulsaron a algunos participantes en el mercado a volver a revisar al alza las perspectivas de crecimiento de la economía de la zona del euro y del resto del mundo. En los últimos meses, la evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos y en la zona del euro ha seguido un patrón muy similar, manteniéndose la correlación de la rentabilidad de las acciones muy por encima de las medias históricas. Ello se debe a que los mercados consideran que se está en presencia de una crisis global y que, por lo tanto, la recuperación de las economías nacionales depende, en gran medida, de la recuperación de la economía mundial. La revisión al alza de la valoración del sector bancario de la zona del euro y de Estados Unidos, realizada en octubre por los principales participantes en el mercado, y la publicación de datos de beneficios positivos contribuyeron a incrementar la confianza de los inversores. Pese a esta evolución favorable, los precios de las acciones permanecen muy por debajo de los elevados niveles alcanzados en el segundo trimestre de 2007.

Gráfico 18 Índices bursátiles

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

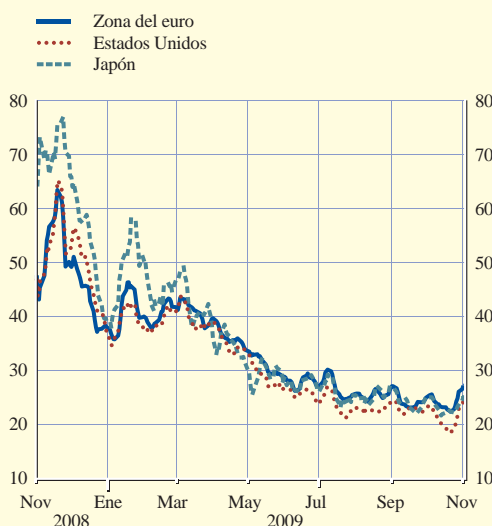


Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

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

Gráfico 19 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

El crecimiento de los beneficios efectivos de las empresas cotizadas de la zona del euro siguió siendo escaso en octubre. El crecimiento interanual de los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se mantuvo sin cambios en el -41%. Sin embargo, el crecimiento de los beneficios por acción esperados en los próximos doce meses volvió a mejorar, hasta situarse en el 18%, frente al 11,5% de septiembre. Desde el inicio del tercer trimestre de 2009, se ha venido observando una mejora sostenida de los beneficios esperados, que se ha registrado en octubre por primera vez en más de un año tanto en el sector financiero como en el no financiero.

En general, la evolución de los precios de las acciones en octubre estuvo determinada por factores compensatorios. A lo largo de la mayor parte del mes, la publicación de datos económicos positivos y las revisiones al alza de las expectativas de beneficios siguieron impulsando las cotizaciones al alza, en un contexto de recuperación de la tolerancia al riesgo, de bajos tipos de interés y de abundante liquidez. Sin embargo, hacia el final del mes, la realización de beneficios y la incertidumbre de los mercados sobre las futuras decisiones de política monetaria y, en particular, respecto a la finalización de las medidas no convencionales pesaron también en la evolución de los precios de las acciones.

UN MARCO JURÍDICO ACTUALIZADO PARA LA OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA POR EL BCE

El artículo 5 de los Estatutos del SEBC y del BCE asigna al BCE, con la asistencia de los BCN, la competencia de obtener la información estadística necesaria para el desempeño de las tareas del SEBC. Además, asigna al Consejo de la Unión Europea la competencia de «definir las personas físicas y jurídicas sujetas a exigencias de información, el régimen de confidencialidad y las disposiciones de ejecución y de sanción adecuadas». Por consiguiente, en 1998, el Consejo adoptó el Reglamento CE nº 2533/98 sobre la obtención de información estadística por el BCE. Dicho Reglamento ha sido un instrumento jurídico clave para la obtención de información estadística por parte del BCE desde el inicio de la Unión Monetaria Europea. No obstante, la evolución de los mercados financieros en los diez últimos años, así como la tendencia observada en los procesos de producción de estadísticas hacia unos sistemas de obtención de datos más integrados, hicieron necesaria la modificación del acto jurídico. Además, la estrecha cooperación entre el SEBC y el Sistema Estadístico Europeo (SEE), que integran Eurostat y los institutos de estadística nacionales, merecía un reconocimiento explícito. Así pues, siguiendo una Recomendación del BCE de 3 de octubre de 2008, el Consejo adoptó, el 9 de octubre de 2009, el Reglamento (CE) nº 951/09, por el que se modifica el Reglamento del Consejo de 1998.

Este Reglamento marco no impone automáticamente unas exigencias de información estadística a los agentes informadores, sino que, por el contrario, (i) define la población informadora potencial (la denominada «población informadora de referencia») a la que el BCE puede exigir obligaciones de información; (ii) describe el alcance de la información que el SEBC puede obtener mediante esas exigencias de información; (iii) define el régimen de confidencialidad, y (iv) perfila la estructura conforme a la cual deberán regirse la preparación, la elaboración y la difusión de las estadísticas europeas por el SEBC.

A continuación se describen las principales modificaciones que introduce este Reglamento:

1) *Población informadora y fines para los que se obtienen los datos*: La modificación amplía la población informadora de referencia para incluir a todo el sector de instituciones financieras. Hasta ahora, el BCE no tenía facultades legales para imponer exigencias de información a las empresas de seguros y fondos de pensiones, pese a que representan una gran parte del sector financiero de la zona del euro en términos de activos totales y a que su participación en los mercados financieros ha aumentado sustancialmente en los diez últimos años. Las interrelaciones cada vez más estrechas entre los distintos tipos de intermediarios financieros y la creciente complejidad de los mercados financieros pueden muy bien hacer necesario recopilar información estadística frecuente, puntual y comparable de todos los agentes significativos del sector financiero. Además, el marco jurídico actualizado permite al BCE obtener información de los agentes informadores para cumplir con todas las funciones que desempeña el SEBC, incluidos la estabilidad financiera, los pagos y los sistemas de pago. Antes de la modificación, el Reglamento limitaba a unos fines concretos el alcance de la obtención de información estadística de ciertos agentes informadores, por ejemplo, a la obtención de estadísticas monetarias y bancarias o de estadísticas de balanza de pagos. No obstante, esa relación biunívoca ya no resulta apropiada para los modernos procesos integrados de elaboración de estadísticas. Al mismo tiempo, y al objeto de reducir al mínimo las exigencias de información, se ha incluido una disposición adicional para que, antes de que el BCE adopte normas sobre nuevas estadísticas, se evalúen las ventajas y los costes que entrañaría la obtención de datos estadísticos nuevos o sustancialmente mejorados, práctica que ya viene aplicando el BCE desde el año 2000.

2) *Confidencialidad*: El SEBC asigna la máxima importancia a la estricta protección de la información estadística confidencial (básicamente, la información que permita identificar directa o indirectamente a las entidades informadoras) y aplica todas las medidas necesarias para garantizar la protección de esos datos. Al mismo tiempo, se requieren disposiciones adecuadas para regular la transmisión de la información estadística confidencial en los casos en que ello sea necesario y admisible siguiendo unos procedimientos diseñados al efecto. Todas estas consideraciones se reflejan en el nuevo marco actualizado. El principio básico de la obtención de información estadística confidencial sigue siendo la obligación de que ésta sea descentralizada, lo que significa que los BCN obtienen la información de cada uno de los agentes informadores y la transmiten en forma agregada al BCE. No obstante, el Reglamento modificado prevé que los miembros del SEBC puedan intercambiar la información estadística confidencial obtenida si ello fuese necesario para mejorar la calidad de las estadísticas. Un sencillo ejemplo basta para ilustrar la necesidad de esa transmisión de información: los BCN que facilitan la contribución nacional a las estadísticas de balanza de pagos deben velar por que una operación transfronteriza de gran volumen dentro de la zona del euro se registre de la misma manera en los dos Estados miembros que participan en la misma. De no mediar un intercambio de información estadística confidencial entre las autoridades nacionales que recopilan los datos, el momento, la valoración y la clasificación de la operación en cuestión podrían registrarse de forma muy diferente, lo que, a su vez, podría dar lugar a un error en la balanza de pagos de la zona del euro. Este es también uno de los motivos por los que en el nuevo marco jurídico se contempla el intercambio de este tipo de información entre el SEBC y el SEE, dado que, en unos pocos Estados miembros de la UE, los institutos nacionales de estadística son los responsables de la elaboración de las estadísticas de balanza de pagos.

3) *Principios que rigen la elaboración de las estadísticas europeas por parte del SEBC*: La modificación ha introducido una definición del concepto de «estadísticas europeas» a fin de identificar mejor el alcance de las estadísticas obtenidas y compiladas por el SEBC. En este Reglamento, se entiende por estadísticas europeas las estadísticas que: (i) son necesarias para el desempeño de las tareas del SEBC a las que se hace referencia en el Tratado; (ii) vienen determinadas en el programa de trabajo estadístico del SEBC, y (iii) son preparadas, elaboradas y difundidas de conformidad con los principios estadísticos. El Reglamento enumera de forma explícita dichos principios, que incluyen la imparcialidad, la objetividad, la independencia profesional, la eficacia en términos de costes, el secreto estadístico, la reducción en lo posible de la carga informadora y el alto grado de calidad estadística del producto (incluida la fiabilidad). Las definiciones de estos principios se publican en la dirección del BCE en Internet en forma de compromiso público sobre las estadísticas europeas por parte del SEBC («Public Commitment on European Statistics by the ESCB»).

4) *Cooperación entre el SEBC y el SEE*: Por último, en los diez últimos años, la labor estadística en la Unión Europea se han visto favorecida por la estrecha cooperación entre el BCE y Eurostat¹, lo que ha facilitado una eficiente división de funciones entre las dos instituciones evitando solapamientos de la información necesaria para formular la política europea. En este sentido, el Reglamento modificado confirma la importancia de una estrecha cooperación entre el SEBC y el SEE.

La adopción de este Reglamento del Consejo modificado permitirá al SEBC servirse de un marco jurídico mejorado, especialmente apto para la obtención y la compilación de las estadísticas necesarias para el desempeño de sus tareas en el próximo decenio.

1 El BCE se ocupa principalmente de las estadísticas monetarias, las estadísticas sobre instituciones financieras y las estadísticas sobre mercados financieros, así como de las estadísticas sobre reservas internacionales, tipos de cambio efectivos y cuentas financieras trimestrales, mientras que Eurostat se responsabiliza, fundamentalmente, de las estadísticas económicas generales y de las estadísticas no económicas. Ambas instituciones comparten la responsabilidad en lo que se refiere a estadísticas exteriores (balanza de pagos y posición de inversión internacional), a las cuentas europeas del sector no financiero y a la infraestructura estadística europea.

Recuadro 4

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2009¹

Las cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2009, publicadas el 29 de octubre de 2009, ofrecen información completa y homogénea sobre los ingresos, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de todos los sectores de la economía de la zona del euro.

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

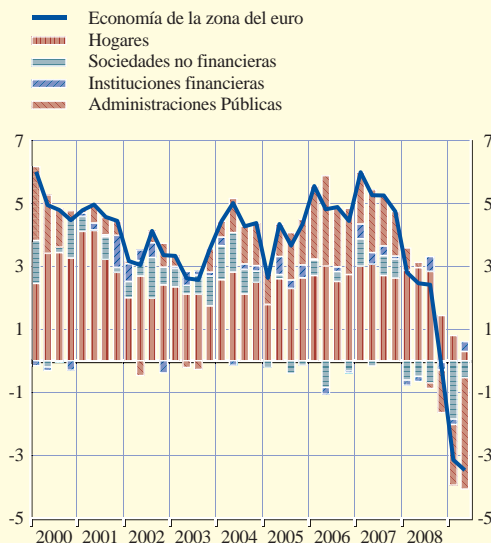
En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento interanual de la renta disponible nominal siguió deteriorándose, siendo las rentas de las Administraciones Públicas y, hasta cierto punto, de los hogares, las más castigadas. La renta disponible bruta de la zona del euro, en términos nominales, cayó un 3,5%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2009 (frente al -3,2% del primer trimestre y al -0,2% del cuarto trimestre de 2008) (véase gráfico A).

La reducción del ahorro bruto en la zona del euro en su conjunto se desaceleró ligeramente en el segundo trimestre de 2009, hasta un -14,8%, en tasa interanual. La formación bruta de capital se contrajo con más rapidez en el segundo trimestre de 2009, hasta un -17,7%, en tasa interanual. Como reflejo de esta evolución, la capacidad/necesidad de financiación en la zona del euro mejoró ligeramente, hasta registrar un déficit del 1,5% del PIB en el segundo trimestre 2009 sobre la base de los flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres². Desde una perspectiva sectorial, la mejora de la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro refleja el acusado incremento de la capacidad de financiación de los hogares y de las instituciones financieras, que —junto con una considerable reducción de la necesidad de financiación de

las sociedades no financieras— superaron el enorme aumento de la necesidad de financiación del sector público (véase gráfico B).

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

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Esta ligera reducción de la necesidad de financiación en la zona del euro es también el reflejo de la disminución de los déficits por cuenta corriente y por cuenta de capital de la zona del euro, derivados de un menor déficit de rentas de inversión, así como de los mayores superávits comerciales. Así pues, en 2009, la zona del euro en su conjunto siguió mostrando una necesidad de financiación hasta el segundo trimestre. Las secuelas de la crisis financiera internacional continuaron frenando las operaciones transfronterizas en término brutos, re-

1 Para una información más detallada, véase el sitio web del BCE <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

2 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, es decir, mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas respecto a la inversión de capital (capacidad de financiación) o lo contrario (necesidad de financiación). También es el saldo de la cuenta financiera, pues mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las operaciones con pasivos.

gistrándose importantes reembolsos de los depósitos transfronterizos. El descenso hasta casi desaparecer en las entradas netas de depósitos (que, en 2009, incluso se tornaron en salidas netas hasta el segundo trimestre) se vio compensado por la aceleración de las entradas netas anuales en los valores distintos de acciones. Además, los flujos anuales netos frente al exterior de los préstamos cayeron de forma acusada en el segundo trimestre de 2009.

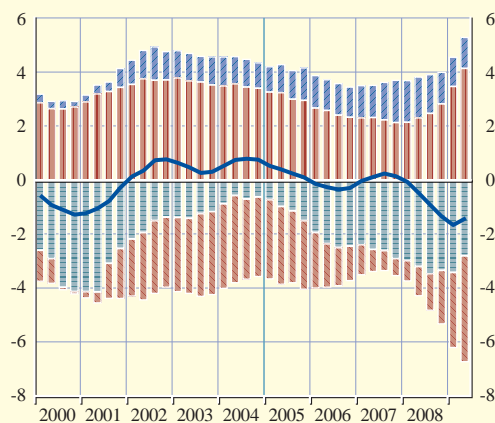
Evolución de los sectores institucionales

En el segundo trimestre de 2009, el crecimiento de la renta nominal de los *hogares* se desaceleró hasta su estancamiento. El descenso observado en la remuneración de los asalariados en un contexto de deterioro de los mercados de trabajo y de reducción de la renta de los trabajadores autónomos, junto con una acusada caída de los dividendos distribuidos, contrarrestó el creciente efecto de apoyo de las transferencias sociales recibidas y de la reducción de los impuestos pagados (véase gráfico C). La dinámica de desinflación continuó favoreciendo el crecimiento de la renta disponible real, y el consumo real se recuperó ligeramente con respecto a la profunda contracción registrada en los trimestres anteriores (hasta el -0,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2009). En un entorno de empeoramiento de las perspectivas de empleo, de continua debilidad del mercado de la vivienda y de acumulación de pérdidas en el valor de las acciones, el ahorro siguió aumentando, aunque a un ritmo más lento. La tasa de ahorro de los hogares se incrementó de nuevo, hasta el 15,4%, en el segundo trimestre de 2009 (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), 1,3 puntos porcentuales por encima del año anterior, de modo que superó el máximo registrado en 2002-2003. Este hecho, unido a la caída de la inversión de los hogares (principalmente en vivienda), generó un nuevo e importante incremento de su capacidad de financiación y mantuvo la moderación en su necesidad

Gráfico B Capacidad/necesidad de financiación en la zona del euro

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

- Economía de la zona del euro
- Hogares
- Sociedades no financieras
- Instituciones financieras
- Administraciones Públicas

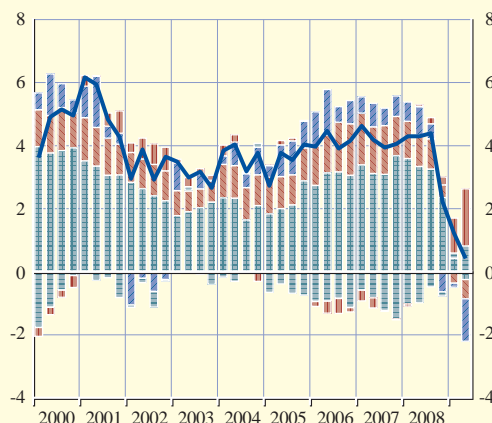


Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico C Renta disponible bruta nominal de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Renta disponible bruta
- Prestaciones y cotizaciones sociales netas
- Impuestos directos
- Rentas de la propiedad netas
- Excedente bruto de explotación y renta mixta
- Remuneración de los asalariados



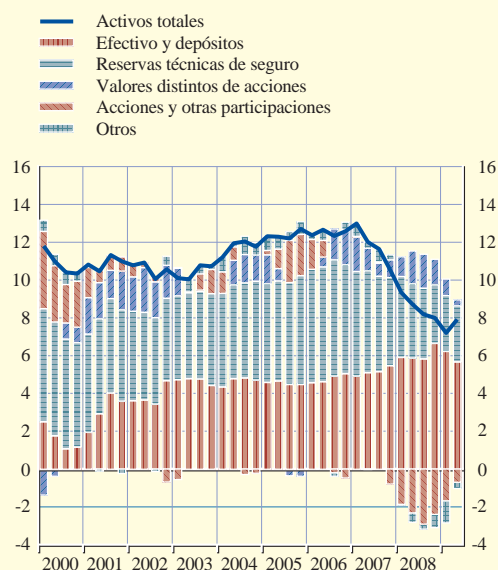
Fuentes: Eurostat y BCE.

de contraer préstamos. Por el lado de los activos financieros, se redujo ligeramente la preferencia por la liquidez, reanudándose las compras de acciones y participaciones y estabilizándose las adquisiciones de reservas técnicas de seguro, al iniciarse la recuperación de la confianza y de los mercados de activos (véase gráfico D).

Como consecuencia de la pronunciada contracción de la actividad y de las presiones sobre los márgenes, la reducción interanual del valor añadido en términos nominales de las *sociedades no financieras* se acentuó. Su excedente bruto de explotación cayó de forma aún más acusada, ya que la remuneración de los asalariados no se redujo tan rápidamente como la actividad. Sin embargo, la renta y el ahorro se recuperaron en el contexto de unos intereses netos, unos impuestos y unos dividendos distribuidos considerablemente menores. En un entorno de debilidad de la demanda mundial, de baja utilización de la capacidad productiva y de unas condiciones de financiación restrictivas, aunque en proceso de relajación, el crecimiento interanual de la formación bruta de capital en las sociedades no financieras se contrajo de nuevo (un -17,1%), y se produjo una enorme desacumulación de existencias (-15 mm de euros en el primer semestre de 2009, frente a una acumulación de 18 mm de euros registrada el año anterior). Como resultado, la necesidad de financiación de estas sociedades se redujo sustancialmente en el segundo trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, y su composición continuó mostrando grandes variaciones derivadas de los efectos de sustitución, puesto que la financiación obtenida en los mercados superó la financiación recibida de las IFM. El flujo neto de financiación mediante préstamos se redujo hasta situarse en un importe muy reducido en el segundo trimestre de 2009 (debido, sobre todo, a la reducción de los préstamos a corto plazo de las IFM en el contexto de una menor necesidad de capital circulante, debido sobre todo a la disminución de las existencias), mientras que la emisión de instrumentos en los mercados (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) se aceleró nuevamente (véase gráfico E).

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Por otro lado, el crédito comercial y los préstamos concedidos por las sociedades no financieras (estos últimos, principalmente intrasectoriales), pese a desacelerarse, fueron relativamente resistentes si se comparan con el PIB nominal, lo que sugiere un papel de soporte que alivió el impacto adverso de las restricciones observadas en la financiación bancaria (véase gráfico F). Las sociedades no financieras volvieron a reducir sus compras de acciones cotizadas en el segundo trimestre de 2009, aunque continuaron recortando sus reservas de liquidez (con cierto reequilibrio hacia los depósitos).

El nuevo deterioro de las cuentas de las *Administraciones Públicas* es consecuencia, principalmente, del efecto de los estabilizadores automáticos, así como de algunas medidas adicionales de estímulo como el aumento del gasto en prestaciones sociales, el descenso del crecimiento de las cotizaciones sociales (que pasaron a ser negativas), la caída de los impuestos indirectos y la

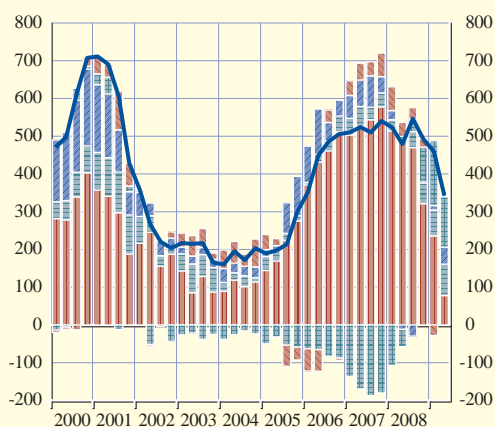
contracción sustancial de los impuestos directos. Los Tesoros Públicos siguieron incrementando considerablemente la emisión de deuda en el segundo trimestre de 2009, con el fin de financiar no sólo los déficits existentes, sino también las adquisiciones de activos a gran escala (préstamos, valores distintos de acciones y acciones no cotizadas) llevadas a cabo en el contexto de las medidas de rescate financiero, y de una extensa acumulación de efectivo. Esta creciente emisión neta de valores distintos de acciones fue absorbida de nuevo por compras adicionales efectuadas por las IFM, que buscaban inversiones seguras y que se beneficiaron de las rentables operaciones de *carry trade*, junto con un aumento de las adquisiciones realizadas por no residentes.

La renta disponible de las *instituciones financieras* repuntó, pese a la reducción de los intereses netos obtenidos, en el contexto de un aumento del excedente bruto de explotación (que refleja un incremento de los márgenes bancarios y una caída de la remuneración de los asalariados) y de profundos recortes en los dividendos distribuidos. Pese a la continuidad de las presiones para el desapalancamiento, prosiguió la expansión de sus balances, aunque de forma moderada (menos de 100 mm de euros por trimestre desde el cuarto trimestre de 2008, frente al aumento de más de 1 billón de euros por trimestre durante el anterior período de apalancamiento). Esta expansión se vio acompañada de un acusado desplazamiento hacia activos más seguros, con adquisiciones de deuda pública por parte de las instituciones financieras, al tiempo que se reducían las exposiciones transfronterizas y se limitaba la originación de préstamos.

Gráfico E Financiación externa de las sociedades no financieras, por fuente de financiación

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

- Financiación
- Contracción de préstamos menos préstamos concedidos
- Valores distintos de acciones emitidos
- Acciones cotizadas emitidas
- Acciones no cotizadas emitidas menos compradas
- Otros pasivos menos otros activos



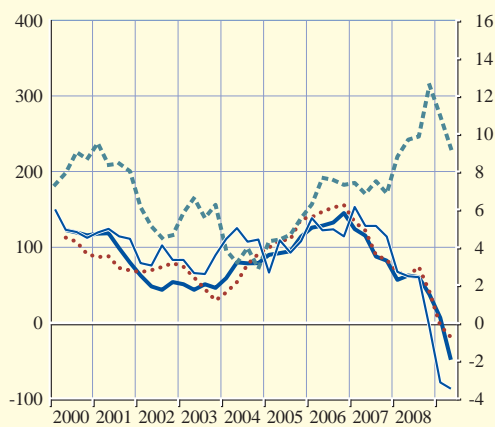
Fuente: BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/de pago)

Gráfico F Préstamos concedidos y crédito comercial pendiente de cobro y de pago de las sociedades no financieras

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)

- Crédito comercial pendiente de cobro (escala izquierda)
- Crédito comercial pendiente de pago (escala izquierda)
- Préstamos concedidos por sociedades no financieras (escala izquierda)
- Tasa de crecimiento interanual del PIB (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El BCE estima el crédito comercial pendiente de cobro y el crédito comercial pendiente de pago a partir de información parcial.

Financiación de los sectores no financieros y mercados financieros

El crecimiento de la financiación total de los sectores no financieros se estabilizó, ya que la evolución de la financiación a través de los mercados compensó las restricciones observadas en la financiación bancaria, en un entorno de importantes emisiones de deuda por parte de las Administraciones Públicas y de un fuerte recurso a la financiación en los mercados por parte de las sociedades no financieras.

Desde la perspectiva de los distintos instrumentos, el mercado de valores distintos de acciones observó un nuevo y significativo incremento de la emisión neta por parte de las Administraciones Públicas. Las IFM adquirieron elevados importes netos de valores distintos de acciones, sobre todo de deuda pública, mientras que sus emisiones netas continuaron siendo negativas. El resto del mundo continuó aumentando sus compras netas, al tiempo que se redujeron las adquisiciones de los hogares y de las empresas de seguros y fondos de pensiones. En el mercado de fondos de inversión, se reanudó la emisión neta de participaciones en fondos de inversión no monetarios, convirtiéndose las aseguradoras en destacados compradores. En el mercado de acciones cotizadas, se aceleró la emisión neta por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras. Las sociedades no financieras redujeron de nuevo sus compras, mientras que los hogares las reanudaron, y las ventas de las IFM se redujeron.

Evolución de los balances

El repunte del precio de las acciones observado en todo el mundo atenuó el impacto negativo de caídas anteriores sobre la riqueza financiera neta de los hogares hasta un importe, todavía elevado, de 0,6 billones de euros, de pérdidas acumuladas en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2009. Los cambios de valoración (y el resto de otros flujos) constituyen el componente más volátil de la variación de la riqueza financiera neta de los hogares, que ascendió al 12,3% de su renta disponible anual en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2009. Al mismo tiempo, los aumentos en el precio de la deuda pública se tradujeron en considerables ganancias en las carteras, que compensaron las pérdidas registradas en las tenencias de «activos tóxicos» en poder de las instituciones financieras³.

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el $-0,1\%$ en octubre, frente al $-0,3\%$ de septiembre. Las actuales tasas de inflación ligeramente negativas están en línea con las expectativas anteriores y reflejan, principalmente, las fluctuaciones que experimentaron los precios internacionales de las materias primas el año pasado. Las fluctuaciones de las tasas de inflación interanual medida por el IAPC registradas en los últimos meses responden, en gran medida, a la interacción entre los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios de las materias primas observada en los mercados mundiales en el segundo semestre de 2008 y la evolución actual de esos precios. Debido también a estos efectos de base al alza, se espera que las tasas de inflación interanual vuelvan en los próximos meses a valores positivos, en los que se estima que se mantendrán posteriormente. Por otro lado, cabe esperar que los precios y los costes continúen registrando una evolución moderada, en un contexto de 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 $-0,1\%$ en octubre, frente al $-0,3\%$ de septiembre (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de octubre, se sabe que el resultado de ese mes se vio afectado por un efecto de base al alza del componente energético, como consecuencia de la caída que experimentaron los precios del petróleo en los mercados internacionales doce meses antes.

El detalle del IAPC de septiembre muestra que todos los componentes del índice, salvo los servicios, contribuyeron al descenso ligeramente más pronunciado de la inflación medida por el IAPC general, con respecto al $-0,2\%$ registrado en agosto. Al igual que en los meses anteriores, la contribución de los precios de la energía a la evolución interanual del IAPC general fue particularmente negativa. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético del IAPC disminuyó hasta el $-1,1\%$ en septiembre, desde el $-10,2\%$ de agosto, pese a un ligero efecto de base al alza derivado del descenso de los precios del petróleo registrado doce meses antes. La caída de los precios de los combustibles líquidos para el transporte y la calefacción fue el principal determinante de un importante descenso inter-

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

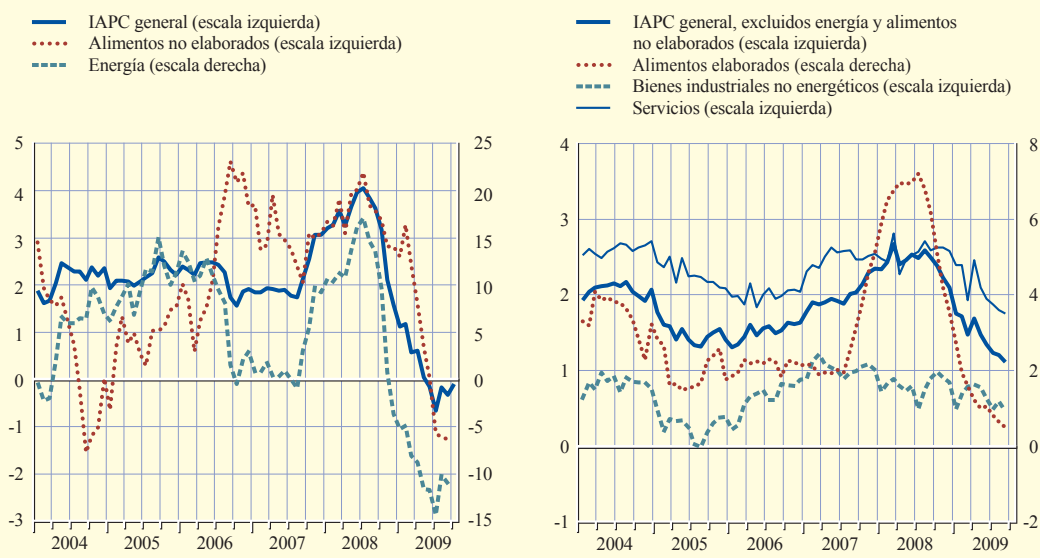
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 octubre de 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 20 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

mensual de los precios de la energía, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de la electricidad y del gas continuaron bajando, siguiendo la evolución de los precios del petróleo del año pasado con cierto retraso.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro volvió a disminuir en septiembre, hasta el $-1,3\%$. Haciendo abstracción de la volatilidad de los precios de las frutas y hortalizas, que dependen de las condiciones meteorológicas, la considerable reducción de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados es reflejo, en particular, del 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 el año pasado. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados disminuyó ligeramente, hasta el $0,5\%$, en septiembre, alcanzando su nivel más bajo desde 1999. Ello fue resultado, en gran medida, de nuevos descensos de las tasas de variación de los precios de los cereales, los productos lácteos y los aceites, que pueden explicarse por las presiones a la baja generadas por la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos, en un contexto de debilidad de la demanda de consumo y de caída de los precios de las materias primas alimentarias.

Si se excluyen los componentes de alimentos y energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC disminuyó $0,1$ puntos porcentuales, hasta el $1,2\%$, en septiembre, como reflejo del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la inflación en los precios de los servicios no experimentó cambios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se redujo ligeramente, hasta el $0,5\%$, en septiembre, desde el $0,6\%$ de agosto. Hecha la abstracción de la distorsión debida a las rebajas estacionales de los artículos de vestir, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos ha seguido mostrando la tendencia ligeramente descendente

observada el año pasado. Esta tendencia estuvo determinada, fundamentalmente, 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, que reflejan, principalmente, la evolución de los precios de los artículos de vestir y del calzado.

La inflación en los precios de los servicios se mantuvo sin cambios en el 1,8% en septiembre. La tasa de inflación de los servicios relacionados con las vacaciones (como restaurantes, alojamiento y transporte aéreo) siguió disminuyendo en el mes, como consecuencia, probablemente, de la debilidad de la demanda de consumo y de las moderadas presiones sobre los costes.

Las Administraciones Públicas nacionales pueden influir directamente en la evolución de los precios de consumo a través de los precios administrados y de los impuestos indirectos. Resulta útil medir la magnitud de este impacto para evaluar la influencia de las Administraciones Públicas en la evolución de la inflación. Eurostat ha publicado recientemente un nuevo IAPC con tipos impositivos constantes. En el recuadro 5 se ofrece una breve descripción de las características y de la interpretación del índice publicado recientemente.

Recuadro 5

NUEVAS SERIES ESTADÍSTICAS PARA MEDIR EL IMPACTO DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC

Las Administraciones Públicas nacionales pueden influir directamente sobre la evolución de los precios de consumo a través de dos cauces principales: los precios administrados y los impuestos indirectos. Por consiguiente, para evaluar la influencia de las Administraciones Públicas en la evolución de la inflación resulta útil medir adecuadamente la magnitud de estos efectos.

En el caso de los precios administrados, el BCE viene publicando un índice experimental desde abril de 2007. Se trata de un subíndice del IAPC, que incluye solamente aquellos productos en cuyos precios influyen las Administraciones Públicas¹.

En lo que respecta a los impuestos indirectos, Eurostat ha publicado recientemente un nuevo IAPC experimental con tipos impositivos constantes (IAPC-TC)². En aras de la simplicidad, este nuevo índice, elaborado por Eurostat tras consultar con el BCE, elimina el impacto «automático» de cambios en los impuestos sobre la inflación medida por los precios de consumo, basándose en el supuesto de que estos cambios se trasladan en su totalidad y de forma inmediata a los precios de consumo. Los IAPC-TC se han publicado para todos los países de la UE, a excepción de Irlanda, y las series de la mayor parte de los países empiezan en diciembre de 2002. En el presente recuadro se ofrece una breve descripción de las características y de la interpretación del IAPC-TC publicado recientemente.

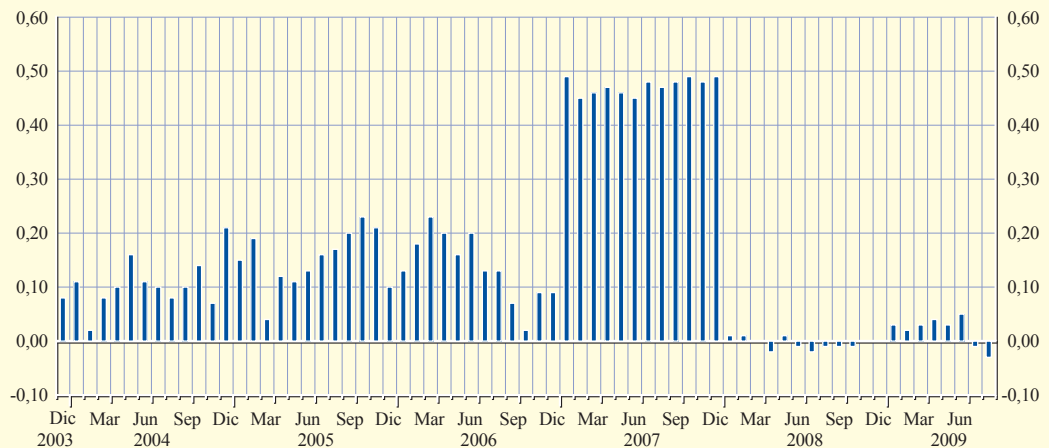
El IAPC-TC incluye los impuestos sobre productos que forman parte del gasto en consumo final. Estos impuestos son, principalmente, el IVA y los impuestos especiales, en particular, los que gravan las bebidas alcohólicas, el tabaco y los bienes energéticos (carburantes, combustibles para calefacción, etc.), así como los impuestos sobre determinados bienes y servicios, como automóviles, seguros

1 Los precios administrados incluyen los relativos a todos los bienes y servicios cuyos precios son fijados por las Administraciones Públicas o en los que dichas administraciones tienen una influencia significativa. Véase también el recuadro titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de mayo de 2007.

2 Véase http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates.

Impacto de los cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

y ocio³. En principio, todos los impuestos incluidos en el IAPC-TC deberían mantenerse constantes. Sin embargo, para simplificar el cálculo del IAPC-TC puede prescindirse de los impuestos que generan ingresos muy reducidos, en el sentido de que no se mantienen constantes sino que varían tal y como se recoge en el IAPC general⁴.

El IAPC-TC se calcula utilizando las mismas ponderaciones, fórmulas del índice y estructura de agregación que el IAPC general. La principal diferencia reside en el tratamiento de los impuestos aplicado a los distintos productos. En el IAPC-TC, los tipos impositivos se mantienen constantes con respecto a su nivel del mes de diciembre del año precedente. En un determinado mes, los tipos impositivos actuales se eliminan del precio de consumo y se sustituyen por los tipos impositivos del mes de diciembre previo. Si todos los tipos impositivos de un determinado año se han mantenido sin cambios desde diciembre del año precedente, el IAPC y el IAPC-TC registrarán exactamente las mismas tasas de variación intermensual. Las eventuales diferencias en la evolución del IAPC y del IAPC-TC proporcionarán el límite superior del impacto observado de los cambios impositivos. Por otro lado, este impacto se concentra en el momento en que el cambio en el tipo impositivo entra en vigor. Ello se debe al hecho de que la metodología descrita anteriormente incorpora el supuesto implícito de que se produce una transmisión total e inmediata de los cambios impositivos a los precios de consumo. Aunque, en la realidad, la transmisión es más lenta, a efectos estadísticos no existe alternativa práctica a la hipótesis de que los cambios impositivos se trasladan en su totalidad y de forma inmediata, debido a que el índice debe elaborarse puntualmente y con periodicidad mensual.

En el período comprendido entre diciembre de 2003 y agosto de 2009, en promedio para la zona del euro, pueden atribuirse 0,15 puntos porcentuales de la inflación interanual medida por el IAPC general a cambios en los tipos de los impuestos indirectos. El efecto automático de estos cambios de

3 Por el momento, las subvenciones relacionadas directamente con el consumo final no están incluidas en el IAPC-TC.

4 En el cálculo del IAPC-TC no es necesario tener en cuenta las rúbricas impositivas que representen menos del 2% de los ingresos impositivos totales, siempre que la suma de todos los impuestos que se mantienen constantes en el índice constituya, como mínimo, el 90% de los ingresos impositivos totales.

los tipos impositivos sobre la inflación varía de forma significativa con el tiempo. De hecho, la mayor diferencia (0,5 puntos porcentuales), observada en 2007, se debió principalmente al aumento del tipo general del IVA, desde el 16% al 19%, que tuvo lugar en Alemania en enero de 2007. El impacto sobre la inflación interanual media de los cambios en los tipos impositivos efectuados entre diciembre de 2002 y diciembre de 2007, se cifró, en promedio, en 0,21 puntos porcentuales. Después de diciembre de 2007, no se observan diferencias significativas entre las tasas de inflación medidas por el IAPC y el IAPC-TC, dado que, desde esa fecha, no se han producido cambios importantes en los tipos impositivos de la zona del euro.

El caso del aumento del IVA alemán que tuvo lugar en 2007 ilustra la diferencia entre el impacto automático de cambios en los impuestos indirectos y el impacto observado, que se refleja en la diferencia entre las tasas de variación interanual del IAPC y el IAPC-TC, que se sitúa en unos 0,5 puntos porcentuales para la zona del euro (véase gráfico). En la práctica, dado que el aumento del IVA alemán se había anunciado con mucha antelación, parte de este aumento ya se había anticipado en los últimos meses de 2006. Cuando se llevó a cabo el cambio en enero de 2007, se produjo, efectivamente, una fuerte subida de los precios de consumo, cuya transmisión completa se retrasó, sin embargo, hasta el final de 2007. Según las estimaciones del Deutsche Bundesbank, casi el 30% del impacto total se anticipó en 2006, en torno a un tercio se observó a comienzos de 2007 y el resto se materializó en ajustes en el resto de 2007⁵.

Este ejemplo muestra que, en el momento en el que se efectúan cambios en los tipos impositivos, la utilización del IAPC-TC puede llevar a sobrevalorar el impacto observado, dado que se supone que los cambios se han trasladado de forma completa e instantánea. En la medida en que, al final, el aumento del tipo impositivo se transmite en su totalidad, ello sugiere simplemente que la secuencia y el ritmo del impacto observado pueden diferir de los del impacto automático derivado del IAPC-TC. Sin embargo, el impacto total observado puede ser menor que el que se calcula automáticamente, dependiendo de las estrategias de fijación de precios de las empresas. Con todo, la disponibilidad del nuevo índice de la zona del euro y los datos de los correspondientes índices nacionales permitirán establecer exactamente cuándo se realizan los cambios y su posible impacto a largo plazo sobre la inflación⁶.

Junto con el índice de precios administrados, el IAPC-TC permitirá realizar una valoración más precisa y transparente del impacto de las medidas gubernamentales sobre la inflación medida por el IAPC. En general, el impacto de los impuestos indirectos y de los precios administrados sobre la inflación de la zona del euro no ha sido despreciable. Así pues, la evolución de estas medidas ha de tenerse en cuenta a la hora de hacer una valoración completa de las presiones inflacionistas. En particular, los impuestos indirectos permiten identificar la intensidad con la que los salarios y los beneficios pueden contribuir a la inflación sin poner en peligro la estabilidad de precios. El nuevo índice IAPC-TC llega en un momento en el que varios países de la zona del euro están debatiendo cambios en los impuestos indirectos, por lo que puede ayudar a una mejor evaluación y anticipación de los posibles impactos de estas medidas sobre la evolución de la inflación.

5 Véase el artículo titulado «Price and volume effects of VAT increase on 1 January 2007», en Monthly Report, Deutsche Bundesbank, abril de 2008.

6 Inicialmente, Eurostat sólo publicará el índice general del IAPC-TC sin el detalle de los componentes del IAPC y con un mes de retraso adicional con respecto al IAPC general (es decir, unos 45 días después del mes de referencia, en lugar de 15). Sin embargo, el objetivo final es publicar los índices con el detalle completo de los componentes del IAPC y al mismo tiempo que el índice general del IAPC.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

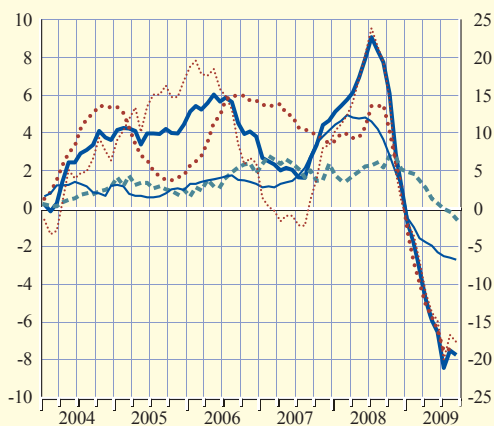
Las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de suministro se mantienen en una senda muy moderada. En septiembre, la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, descendió hasta el $-7,7\%$, desde el $-7,5\%$ de agosto. Esta evolución estuvo determinada, en gran medida, por el componente energético. Pese a un efecto de base al alza, la tasa de variación interanual de los precios del componente de energía disminuyó en septiembre, hasta el $-17,6\%$, desde el $-16,7\%$ de agosto, como consecuencia de un descenso intermensual de los precios industriales de la energía. Si se excluyen la energía y la construcción, la inflación interanual en los precios industriales se redujo ligeramente en septiembre, hasta el $-4,3\%$, frente al $-4,2\%$ del mes anterior, aunque los subcomponentes registraron una evolución dispar. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios se elevó en septiembre, hasta el $-7,3\%$, desde el $-7,4\%$ de agosto, debido, probablemente, a un aumento de la demanda. 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, hasta el $-0,5\%$ y el $-2,7\%$, 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 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 en el sector manufacturero aumentó, hasta situarse por encima de 50 en octubre, señalando una subida de los precios de los bienes intermedios por primera vez en doce meses, lo que puede relacionarse, posiblemente, con la elevación de los precios de las materias primas. El índice relativo al sector servicios aumentó también, aunque se mantuvo ligeramente por debajo de 50, lo que apunta a una rela-

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)

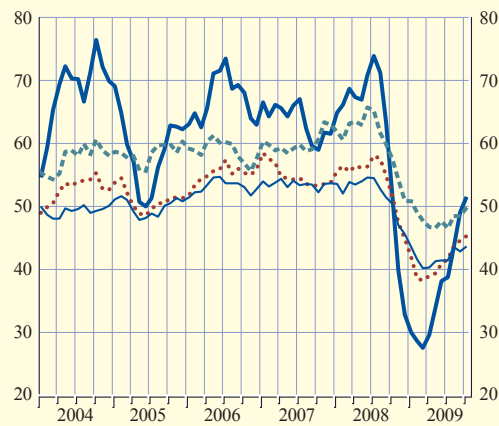


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

tiva estabilidad de los costes para los proveedores de servicios. Asimismo, los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y servicios se elevaron, aunque se mantuvieron por debajo de 50. Esta evolución indica que, mientras que las empresas siguen ofreciendo descuentos para estimular las ventas de bienes y servicios ante la debilidad de la demanda, las presiones a la baja sobre los precios se están moderando.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

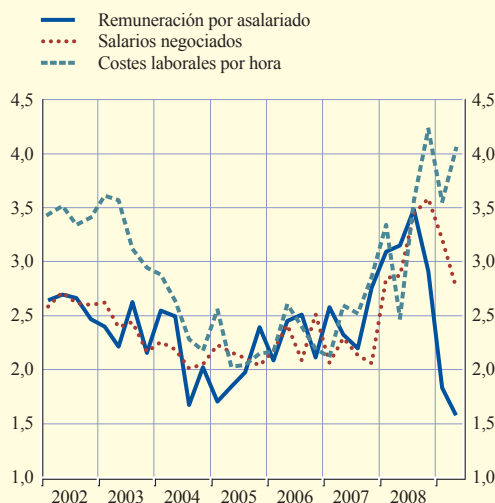
No se dispone de mucha información adicional sobre los costes laborales desde el anterior Boletín Mensual. En general, el crecimiento de los costes laborales, que había alcanzado valores máximos a finales de 2008, siguió registrando una desaceleración en el segundo trimestre de 2009, como resultado de 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 de 2009 hasta el 2,8% del segundo trimestre. Esta caída fue reflejo, probablemente, de la menor capacidad de negociación de los trabajadores, como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad económica, del marcado 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. La información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber experimentado una nueva desaceleración en el tercer trimestre de 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a descender, hasta el 1,6%, en el segundo trimestre de 2009, desde el 1,8% del primer trimestre. Esta desaceleración fue resultado

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.

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 desagregación por sectores indica que la desaceleración del crecimiento de la remuneración por asalariado observada en el segundo trimestre de 2009 estuvo determinada, en gran medida, por la industria, excluida la construcción, y los servicios no de mercado (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 de 2009, lo que supuso un ligero repunte con respecto a las tasas más reducidas registradas en el primer trimestre del año. La persistencia de un fuerte crecimiento de los costes laborales por hora parece aún ser 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 de 2009 la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó más en este sector. Además, el hecho de que la Semana Santa cayera en el segundo trimestre en 2009 (frente al primer trimestre en 2008) contribuyó también a reducir las horas trabajadas en términos interanuales, lo que elevó los costes laborales por hora en el segundo trimestre de 2009.

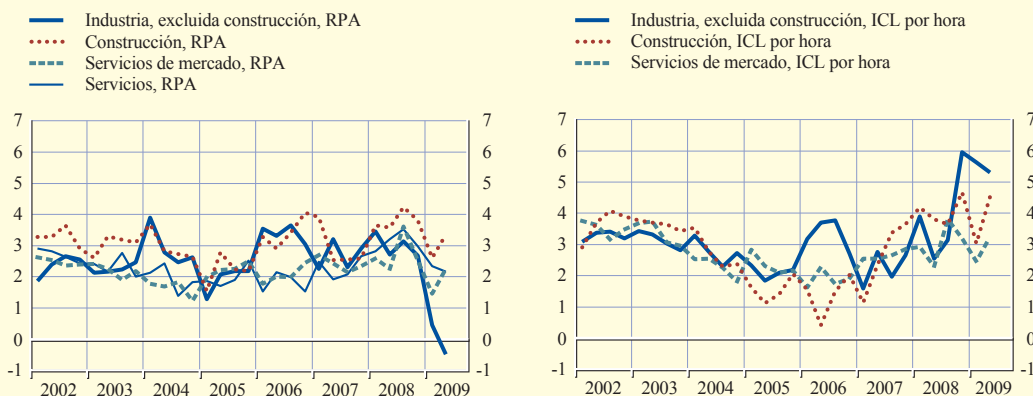
En el segundo trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado experimentó un menor descenso (3,1%), que en el primer trimestre (3,7%). Esta menor caída de la productividad, unida a la desaceleración de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado,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

Pese a las elevadas tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios observadas en los dos primeros trimestres del año, el deflactor del PIB de la zona del euro, que es un indicador resumen de las presiones

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 de 2009.

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.

sobre los precios internos, disminuyó en el mismo período, como resultado, principalmente, de una fuerte contracción de los beneficios. El recuadro 6 analiza la evolución de los márgenes en este contexto.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES

Un importante factor determinante de las variaciones de la inflación es la brecha entre los precios cobrados y los costes en que han incurrido las empresas, es decir, el «margen». Una aproximación a escala macroeconómica del margen es el indicador del margen de beneficio, calculado como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el coste laboral unitario. En este recuadro se analiza la evolución del indicador del margen de beneficio.

El gráfico A muestra que la evolución del indicador del margen de beneficio se corresponde, en general, con los beneficios medidos en términos de excedente bruto de explotación, un indicador de uso extendido basado en los datos de contabilidad nacional¹. La contracción del indicador del margen de beneficio, que comenzó en el primer trimestre de 2008, se intensificó progresivamente hasta el primer trimestre de 2009, antes de estabilizarse en el segundo trimestre del presente año. En el primer semestre de 2009, la tasa de variación interanual del indicador del margen de beneficio para la zona del euro se situó en torno al $-3,5\%$, su nivel más bajo desde el inicio, en 1996, de las series de datos basadas en el SEC 95. La fuerte contracción de los márgenes se produjo pese a que los precios de las materias primas (incluidos los precios de la energía), que son componentes importantes de los costes no laborales, bajaron de forma acusada en relación con los niveles máximos alcanzados a mediados de 2008.

Las variaciones de los márgenes afectan a la evolución de los precios. En efecto, la moderación del deflactor del PIB de la zona del euro, un indicador resumen de la evolución de los costes laborales unitarios y de los beneficios, observada desde el inicio de 2009, se caracteriza predominantemente por una contracción de los beneficios, debido a la debilidad de las condiciones de demanda². La disminución de los márgenes ha compensado los efectos del alza de los costes laborales sobre el deflactor del PIB (véase gráfico B). El crecimiento de los costes laborales unitarios se ha acelerado notablemente en los últimos trimestres, reflejo de las políticas de acumulación del trabajo adoptadas por numerosas empresas en tiempos de grave recesión económica.

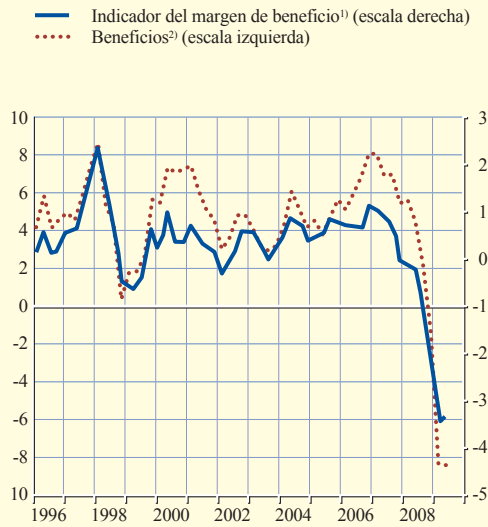
La evolución de los márgenes depende, entre otras cosas, de factores de competencia y de la velocidad relativa del ajuste de los precios de venta en relación con los costes laborales y no laborales. Se considera que la velocidad de ajuste de los precios está ligada a las condiciones de demanda, especialmente a la atonía económica, que puede reflejarse en las medidas de la brecha de producción. Sin embargo, dado que la brecha de producción no es una variable observable y que su estimación está sometida a un alto grado de incertidumbre, la tasa de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero se emplea frecuentemente como una variable que permite aproximar la atonía económica. De hecho, la experiencia muestra que un aumento de la tasa de utilización de la capacidad productiva está asociado a una elevación del indicador del margen de beneficio, y viceversa

1 Para un análisis de las limitaciones que presenta la medición de los beneficios en la zona del euro, véase el artículo titulado «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero de 2004.

2 Véase también el recuadro titulado «Tendencias recientes del IAPC excluidos los alimentos y la energía», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

Gráfico A Indicador del margen de beneficio y beneficios

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 1) Deflactor del PIB al coste de los factores menos coste laboral unitario.
 2) Excedente bruto de explotación.

Gráfico B Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

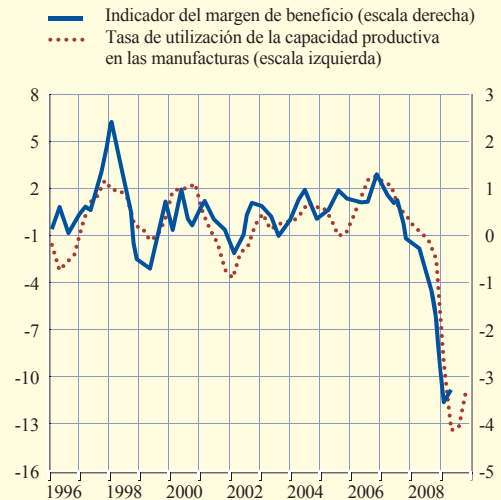
(véase gráfico C)³. Los datos disponibles sobre la tasa de utilización de la capacidad productiva en el segundo semestre de 2009 apuntan a una ligera reducción de la atonía económica, lo que concuerda, probablemente, con el hecho de que el descenso de los márgenes ha tocado fondo en el primer semestre del presente año.

De cara al futuro, en los próximos trimestres probablemente proseguirá el deterioro del mercado de trabajo, aunque la demanda ha empezado ya a repuntar. Esta evolución debería impulsar la productividad, lo que, a su vez, debería elevar los márgenes, que deberían también beneficiarse de las medidas de reestructuración adoptadas en la reciente crisis.

3 La teoría económica no puede determinar sin ambigüedades cómo varían los márgenes con las condiciones de demanda. Para un análisis de este tema, véase C. Macallan y M. Parker, «How do mark-ups vary with demand», Bank of England, Quarterly Bulletin, segundo trimestre de 2008.

Gráfico C Indicador del margen de beneficio y tasa de utilización de la capacidad productiva

(variaciones interanuales en puntos porcentuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, las perspectivas de inflación interanual medida por el IAPC seguirán estando determinadas, principalmente, por los efectos de base al alza derivados de la caída de los precios de la energía en el segundo semestre de 2008. Debido también a estos efectos de base, se espera que las tasas de inflación interanual se sitúen en los próximos meses en valores positivos, en los que se estima que se mantendrán a más largo plazo. Por otro lado, cabe esperar que los precios y los costes continúen registrando una evolución moderada, en un contexto de atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Como se indica en el recuadro 7, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica muestra que las expectativas de inflación a corto plazo se han revisado ligeramente a la baja para 2009 y ligeramente al alza para 2010, manteniéndose en los intervalos señalados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2009. Las expectativas de inflación a largo plazo se han revisado ligeramente a la baja, hasta el 1,92%, desde el 1,98% de la encuesta anterior.

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.

Recuadro 7

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2009 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 19 de octubre de 2009 y respecto de la cual se recibieron 56 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

Expectativas de inflación para los años 2009, 2010 y 2011

En comparación con la encuesta anterior realizada en julio, los participantes en la EPE revisaron sus expectativas de inflación a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 0,3%, para 2009, y al alza, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,2%, para 2010 (véase cuadro)². Las expectativas de inflación para 2011 se mantuvieron sin cambios en el 1,6%. Muchos encuestados estimaban que la amplia brecha de producción y la infrautilización de la capacidad productiva ejercerían presiones a la baja sobre la inflación, que esperaban permaneciese por debajo del 2% en el medio plazo. La mayoría de los participantes señaló que los principales riesgos al alza para la inflación procedían de posibles aumentos de los precios del petróleo y de las materias primas.

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

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas a largo plazo de la EPE y de Consensus Economics se refieren a 2014, y las del Barómetro de la Zona del Euro, a 2013.

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

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la EPE anterior, para 2009 los encuestados asignan una probabilidad del 71% a que la inflación se sitúe entre el 0% y el 0,4%, mientras que la distribución de probabilidad asignada para 2010 se concentra más claramente en el intervalo del 0,5% al 1,9%, y la relativa a 2011 se sitúa en niveles ligeramente inferiores (véase gráfico A). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas (el número de encuestados que sitúan su estimación puntual por encima de la media de su distribución de probabilidad es superior al de los participantes que la sitúan por debajo de la media).

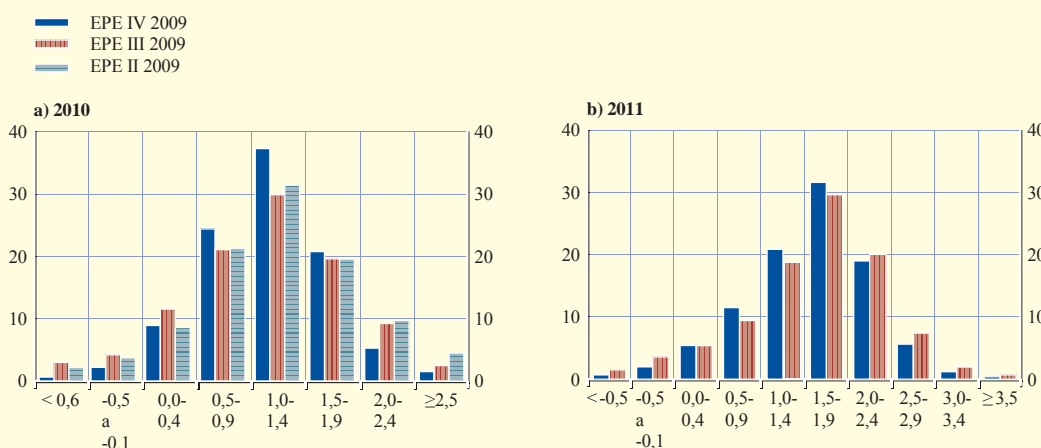
Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) se han revisado a la baja, hasta el 1,92%, desde el 1,98% de la encuesta anterior. La media de las estimaciones está por debajo de las previsiones de inflación a largo plazo de Consensus Economics (2%) y del Barómetro de la Zona del Euro (2,2%) publicadas en octubre del presente año.

La revisión a la baja de la estimación media, hasta el 1,92%, recogida en esta EPE va unida a una desviación típica de las estimaciones generalmente estable. Al mismo tiempo, la bimodalidad de la distribución de corte transversal, que se observaba en los primeros años de la EPE, ha vuelto a aparecer en la EPE del cuarto trimestre de 2009: existe un mayor número de encuestados que indican una estimación del 1,8% y del 2% que del 1,9% (véase gráfico B). Finalmente, la probabilidad de que la

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

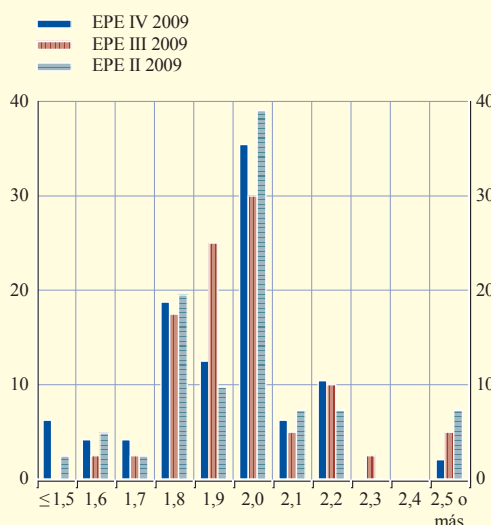
1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% ha disminuido al 44%, desde el 48% de la EPE anterior (véase gráfico C).

Estos resultados pueden compararse con la tasa de inflación implícita, que es un indicador de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado calculado como el diferencial de rendimientos entre los bonos nominales y los bonos indicados con la inflación³. En general, las expectativas basadas en los mercados financieros (como la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años, dentro de cinco años, con datos desestacionalizados) han superado ligeramente las medidas procedentes de las encuestas y han sido mucho más volátiles (véase gráfico C). Sin embargo, la comparación directa entre estas dos clases de datos dista de ser sencilla. Por ejemplo, la tasa de inflación implícita incorpora la compensación por la inflación que exigen los participantes en los mercados financieros y que consiste en el nivel de inflación esperado y una prima por riesgo de inflación. Aunque no es fácil distinguir entre estos dos componentes, los resultados obtenidos sugieren que las primas por riesgo de inflación en la zona del euro son el principal determi-

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

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

3 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2006.

nante de las fluctuaciones de las tasas de inflación implícitas a largo plazo⁴. Además, en el contexto de la crisis financiera, las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido algo erráticas y pueden haber estado distorsionadas por el afán de los inversores por reducir el riesgo y el apalancamiento y por su marcada preferencia por los activos más líquidos y seguros⁵.

Expectativas de evolución del PIB real

Con respecto a la última encuesta, los participantes en la EPE han revisado notablemente al alza (en 0,6 puntos porcentuales) sus expectativas de evolución del PIB real para 2009 y esperan ahora una contracción en la zona del euro del 3,9% en el presente año. También han revisado al alza (en 0,7 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente) las expectativas para 2010 y 2011, que sitúan ahora en el 1% y el 1,6%, respectivamente. En sus comentarios, los encuestados indican, en general, que los principales factores que configuran las perspectivas de actividad económica de la zona del euro son la recuperación del comercio mundial (impulsada por los mercados emergentes), así como la contribución positiva de las existencias y los efectos de las medidas adoptadas por los Gobiernos y el BCE. Entre los factores que pueden obstaculizar el crecimiento del PIB real de la zona del euro, los participantes señalan los siguientes: (i) el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito y la limitada utilización de la capacidad productiva afectan negativamente a la inversión; (ii) la apreciación del euro dificulta las exportaciones, y (iii) el deterioro de las perspectivas de los mercados de trabajo, en términos de elevado desempleo, y la nueva desaceleración del crecimiento de los salarios reducen la renta real y el consumo. Algunos encuestados observan que el crecimiento podría perder impulso en el primer semestre de 2010, a medida que finalicen los distintos planes de estímulo económico.

Las expectativas relativas a la evolución económica en 2009 se sitúan en un nivel próximo al límite superior del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en septiembre de 2009, y las relativas a 2010 se sitúan por encima de dicho intervalo. Las expectativas de la EPE relativas a 2009, 2010 y 2011 están generalmente en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro.

En línea con la importante revisión al alza de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para 2009 se revisó al alza. Los encuestados asignan una probabilidad del 51% a que la evolución del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el -4% y el -3,6%.

En línea con la importante revisión al alza de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para 2009 se revisó al alza. Los encuestados asignan una probabilidad del 51% a que la evolución del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el -4% y el -3,6%.

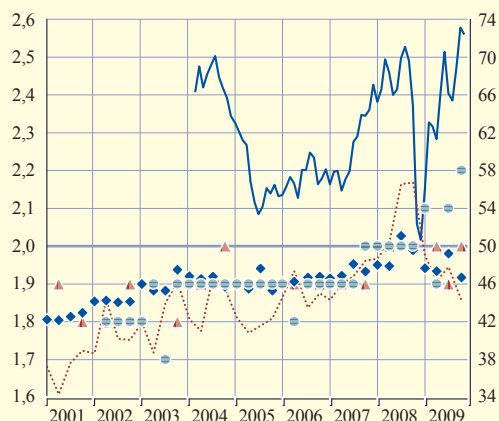
4 Hörtdahl, P. y O. Tristani (2007), «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», Working Paper n.º 734, BCE.

5 Para un análisis más detallado del impacto de las actuales turbulencias financieras sobre las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2008.

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

(tasas medias de variación interanual; probabilidad en porcentaje)

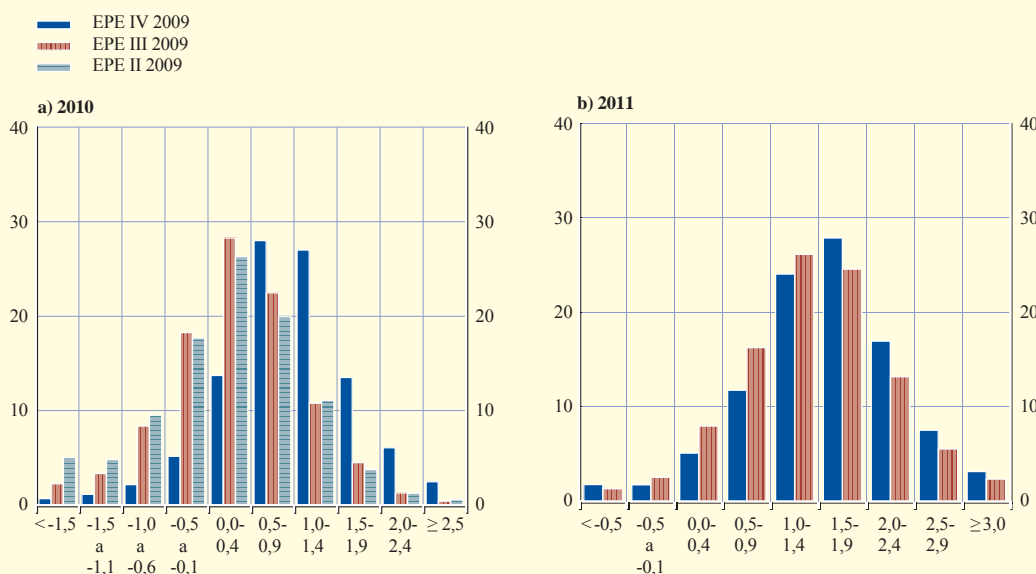
- ◆ EPE (para 2014; escala izquierda)
- ▲ Consensus Economics (para 2014; escala izquierda)
- Barómetro de la Zona del Euro (para 2013; escala izquierda)
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años (datos desestacionalizados; escala izquierda)
- ⋯ Probabilidad en la EPE de que la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



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

Gráfico D Distribución de probabilidad para la tasa de variación media anual del PIB real en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se revisó también al alza, y la relativa a 2011 se mantuvo, en general, sin cambios (véase gráfico D).

La incertidumbre, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, respecto a las previsiones del PIB real a un año y a dos años vista ha aumentado desde el principio de 2008, alcanzando su máximo nivel en el segundo trimestre de 2009, y disminuyendo ligeramente en el cuarto trimestre del presente año. Con todo, se mantiene en un nivel elevado. Según los encuestados, existe la probabilidad de que el crecimiento sea mayor en 2009, aunque hay riesgos bajistas para 2010 y 2011.

Las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para 2014) se han mantenido sin cambios en el 1,9% y están en línea con las previsiones de Consensus Economics y ligeramente por debajo de las del Barómetro de la Zona del Euro, publicadas en octubre. Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados revisaron a la baja las expectativas referidas a la tasa de desempleo, en 0,2 y 0,3 puntos porcentuales para 2009 y 2010, y las sitúan ahora en el 9,5% y el 10,6%, respectivamente. En promedio, se espera que la tasa de desempleo se sitúe en el 10,4% en 2011, lo que supone una revisión a la baja de 0,2 puntos porcentuales. En lo que respecta a las expectativas a medio y largo plazo, existen riesgos alcistas para 2009 riesgos bajistas para 2010 y riesgos ligeramente alcistas para 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2014) se mantienen sin cambios en el 8,5%, pero están sujetas a riesgos alcistas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Los últimos indicadores de opinión y los de producción y demanda señalan que el crecimiento del PIB real podría haber retornado a territorio positivo en el segundo semestre de este año. En particular, el crecimiento económico debería beneficiarse de la contribución positiva de las existencias, del incremento de las exportaciones y de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, la incertidumbre continúa siendo elevada, ya que varios de los factores que sustentan la mejora son de carácter temporal. Abstracción hecha de la volatilidad de los nuevos datos, se espera que la economía de la zona del euro se recupere de manera gradual en 2010, ya que es probable que a medio plazo se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financiero y no financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

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 de 2009. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro se contrajo un $-0,2\%$, en tasa intertrimestral, en el período comprendido entre abril y junio de 2009, tras un descenso del $2,5\%$ en el primer trimestre del año.

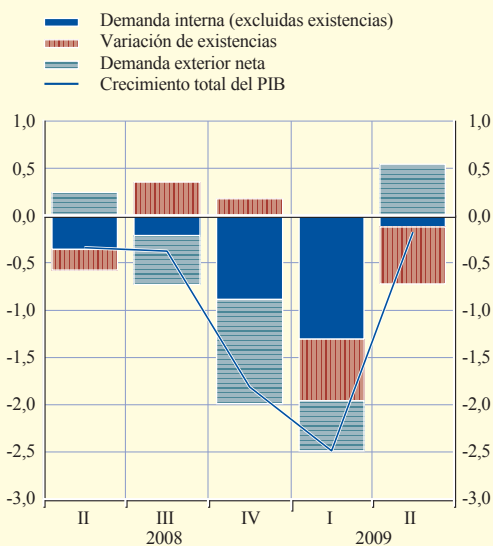
La segunda estimación confirmó que la caída observada en el crecimiento del PIB real durante el segundo trimestre fue consecuencia de la importante contribución negativa de las existencias y de una aportación ligeramente negativa de la demanda interna, que se vieron compensadas en gran medida por una contribución positiva de la demanda exterior neta (véase gráfico 25). La estimación para el segundo trimestre señala la primera mejora en el crecimiento intertrimestral del PIB de la zona del euro desde principios de 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 cuatro trimestres anteriores.

El crecimiento del consumo privado volvió a situarse en territorio positivo en el segundo trimestre de 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 y los de producción y demanda del mes anterior señalan una evolución ligeramente dispar del gasto de los hogares en el segundo semestre de 2009. Por un lado, las encuestas sobre consumo indican una mejora gradual. Por ejemplo, el indicador de la Comisión Europea de la confianza de los consumidores en la zona del euro continuó aumentando en octubre por séptimo mes consecutivo. Por otro lado, las ventas al por

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.

menor (incluidas las de combustibles) disminuyeron un 0,7% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2009, frente al -0,4% del trimestre precedente.

Las ayudas públicas para incentivar a los consumidores a sustituir los coches viejos por otros nuevos siguieron respaldando la demanda en el tercer trimestre de 2009, pero el impacto de estas ayudas fue mucho menor que el que observado en el primer semestre del año. Los datos mensuales desestacionalizados sobre nuevas matriculaciones de automóviles en septiembre muestran un ligero descenso con respecto a las registradas en agosto. En términos intertrimestrales, las matriculaciones aumentaron un 1,4% en el tercer trimestre, frente a un incremento del 12,2% en el segundo trimestre.

En resumen, 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 comercio minorista y las matriculaciones de automóviles son coherentes con la valoración de que el gasto en consumo fue relativamente débil en la última parte de 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 de 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 de 2008 y en el primer trimestre de 2009, en los que la inversión cayó un 3,5% y un 5,4%, respectivamente. Por lo que respecta a los indicadores sobre inversión publicados recientemente, los nuevos pedidos industriales de la zona del euro aumentaron ligeramente en agosto, mientras que la producción de la construcción experimentó un moderado descenso ese mes.

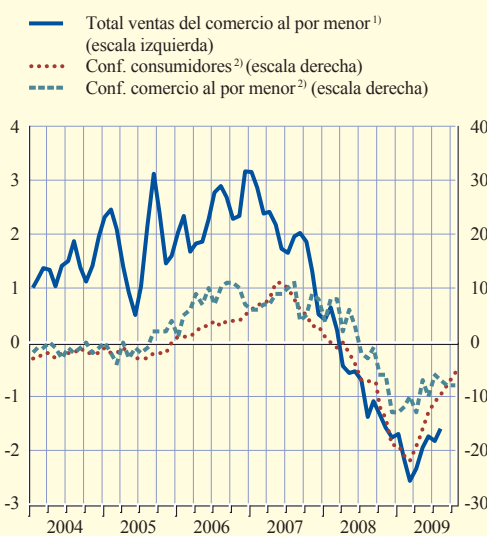
Se espera que el crecimiento de la inversión mejore gradualmente, aunque se mantendrá en tasas negativas, en el segundo semestre de 2009, y que el estancamiento de la demanda final y los reducidos niveles de utilización de la capacidad productiva desincentiven las decisiones de inversión. Al mismo tiempo, es probable que la disminución de los beneficios ejerza presiones a la baja sobre la inversión. No obstante, la caída prevista del crecimiento de la inversión puede verse compensada, en parte, por el descenso del coste de financiación observado recientemente y por algunas señales de mejora de las exportaciones.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat del valor añadido real en el segundo trimestre de 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.

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

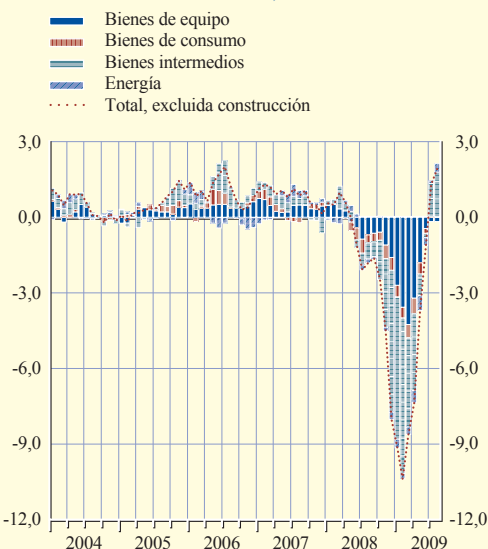
(datos mensuales)



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.

Gráfico 27 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



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

Gráfico 28 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Los datos de producción industrial disponibles para el tercer trimestre de 2009 confirman el retorno a la expansión de la actividad industrial. La producción industrial aumentó un 1,6% en julio y agosto, en comparación con el segundo trimestre. No obstante, la producción se mantiene en niveles muy reducidos. Es importante señalar que los indicadores a corto plazo de la producción industrial en períodos turbulentos pueden estar sujetos a amplias revisiones y que, por tanto, los datos deben interpretarse con más cautela de la habitual.

Las encuestas de opinión publicadas en octubre 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 octubre, y alcanzó un nivel ligeramente superior a 50 (un valor superior a 50 indica un aumento de la producción, y un valor inferior, un descenso). El índice también señaló que el ritmo de desacumulación de existencias está ralentizándose. A igualdad de otros factores, esta evolución implica que las existencias deberían contribuir positivamente al crecimiento del PIB en el segundo semestre del año. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la mejora del clima que señalan 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 confirmó que el empleo en la zona descendió un 0,5% (en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2009, en comparación con una caída del 0,7% observada en el primer trimestre (véase cuadro 6). Esta evolución sugiere que el ritmo de contracción del empleo puede

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	-0,1	-0,3	-0,7	-0,5
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-1,1	-1,1	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.

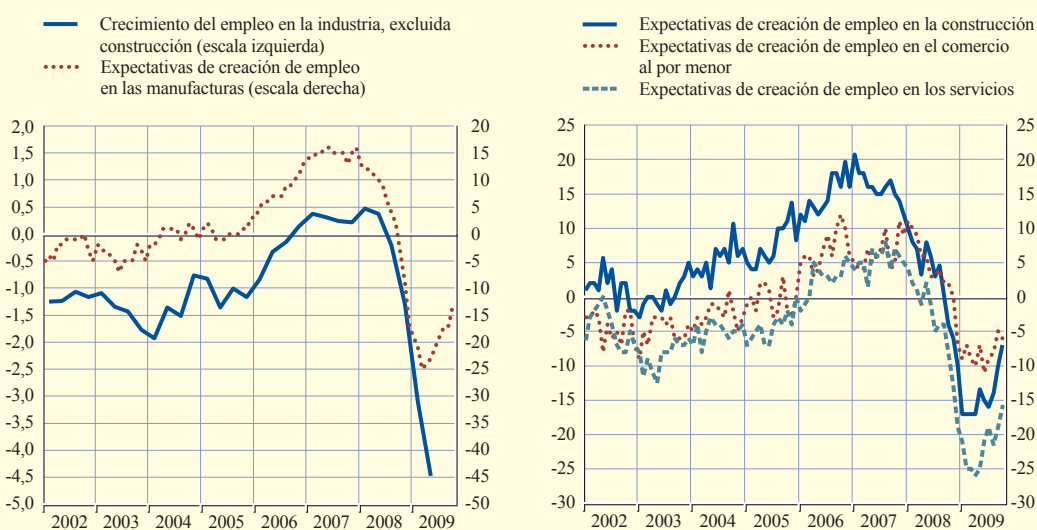
1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

haber empezado a ralentizarse. La tasa de paro en la zona del euro aumentó en septiembre hasta situarse en el 9,7% (véase gráfico 31), un incremento de 0,1 puntos porcentuales en comparación con el mes anterior.

Los datos más recientes de las encuestas de opinión indican que el crecimiento del empleo debería seguir disminuyendo en el tercer trimestre de 2009, aunque a un ritmo más lento (véase gráfico 29). En octubre, las intenciones de creación de empleo recogidas en la encuesta a los directores de compras aumentaron ligeramente, tanto en lo que se refiere a la industria como a los servicios. No obstante, los niveles registrados aún se sitúan bastante por debajo del umbral de 50, lo que implica que el empleo

Gráfico 29 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

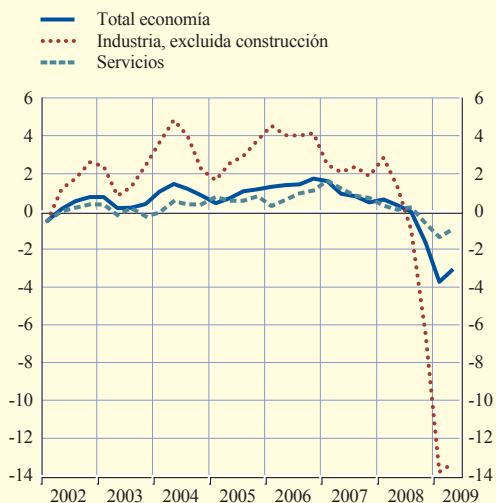


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 30 Productividad del trabajo

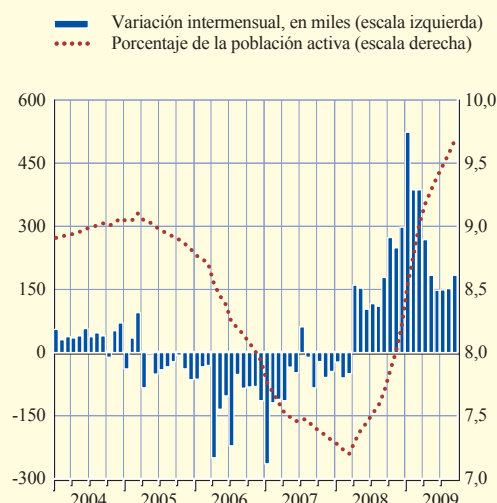
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 31 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

todavía se está contrayendo en los dos sectores. Del mismo modo, las encuestas de la Comisión Europea sobre las expectativas de creación de empleo también mejoraron ligeramente en octubre, pero los niveles observados siguen siendo reducidos desde una perspectiva histórica.

Pese a la contracción de la actividad observada en los últimos trimestres, se ha de subrayar que el empleo en la zona del euro ha demostrado una relativa capacidad de resistencia durante las turbulencias financieras, si se considera el significativo descenso de la actividad económica. En este contexto, la productividad del trabajo (en términos de producto por empleado) siguió disminuyendo en el segundo trimestre de 2009, y cayó un 3,1%, en tasa interanual (véase gráfico 30). De cara al futuro, se espera que la productividad se recupere gradualmente en la última parte de 2009, impulsada por la conjunción de una nueva contracción del empleo y de un fortalecimiento paulatino de la actividad económica.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Tras 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 de 2009, contrayéndose un 0,2% con respecto al trimestre anterior.

Los indicadores de opinión y de producción y demanda más recientes indican que el crecimiento del PIB real podría retornar a territorio positivo en el segundo semestre de este año. En concreto, el crecimiento económico debería beneficiarse de una contribución positiva de las existencias, de la recuperación de las exportaciones, y de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada porque algunos de los factores que sustentan la mejora son de carácter temporal. Abstracción hecha de la volatilidad de los nuevos datos, se espera que la eco-

nomía de la zona se recupere a un ritmo gradual en 2010, ya que 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 financiero y no financiero, dentro y fuera de la zona del euro.

La última encuesta a expertos en previsión económica del BCE para el cuarto trimestre de 2009 muestra revisiones al alza de las perspectivas de crecimiento a corto plazo en la zona del euro (véase recuadro 7). Los expertos participantes en la encuesta han revisado considerablemente al alza, en 0,6 puntos porcentuales, sus expectativas de crecimiento con respecto a la última encuesta, y actualmente esperan que el PIB real de la zona del euro se contraiga un 3,9% en 2009. Las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011 también se han corregido al alza (0,7 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente) y actualmente se sitúan en el 1% y el 1,6%.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están prácticamente equilibrados. Entre los aspectos positivos, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría mejorar con más rapidez, el deterioro de los mercados de trabajo podría ser menos acusado de lo esperado y la demanda exterior podría resultar mayor de lo previsto. Por otro lado, sigue preocupando que la espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero pueda ser más intensa o persistente, así como 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.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio del euro ha seguido fortaleciéndose en términos efectivos nominales en los tres últimos meses, alcanzando niveles próximos al máximo registrado en 2008. Desde finales de julio, el fortalecimiento del euro ha reflejado, principalmente, su apreciación frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras estabilizarse hasta cierto punto en agosto, 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— volvió a apreciarse en septiembre y octubre. Hacia finales de octubre, alcanzó niveles próximos al máximo registrado en 2008, aunque se moderó posteriormente. El 4 de noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 2,6% por encima del nivel observado a finales de julio y un 2,7% por encima de la media de 2008. En los tres últimos meses, la apreciación del euro ha estado determinada, principalmente, por la evolución de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar estadounidense, la libra esterlina y las principales monedas asiáticas vinculadas al dólar estadounidense (véase gráfico 32).

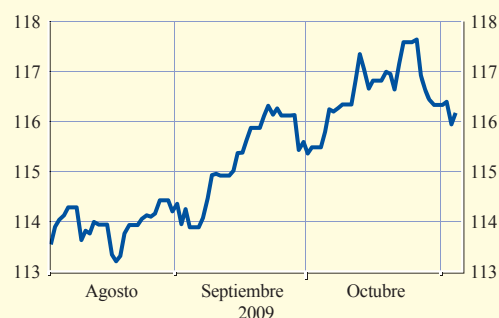
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Mientras que en agosto el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro se mantuvo prácticamente estable, en septiembre y la mayor parte de octubre el euro se apreció de nuevo frente a la moneda estadounidense. Esta apreciación tuvo su origen en una depreciación más bien generalizada del dólar frente a un grupo más numeroso de monedas, al parecer como resultado de los bajos tipos de interés vigentes en Estados Unidos y de la moderación de las perspectivas de riesgo a escala mundial (véase gráfico 33). En los tres últimos meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el dólar y el euro se ha mantenido en un valor próximo a la media registrada en los diez últimos años. El 4 de noviembre, el euro cotizaba a 1,48 dólares estadounidenses, es decir, un 4,4% por encima del nivel de finales de julio y un 0,3% por encima de la media del año 2008.

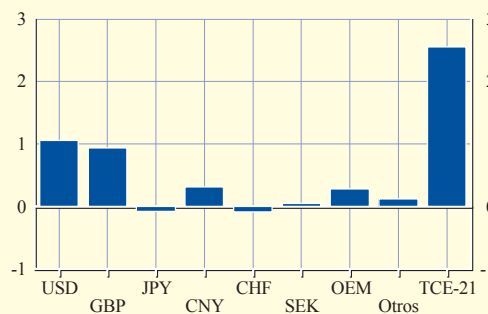
Gráfico 32 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

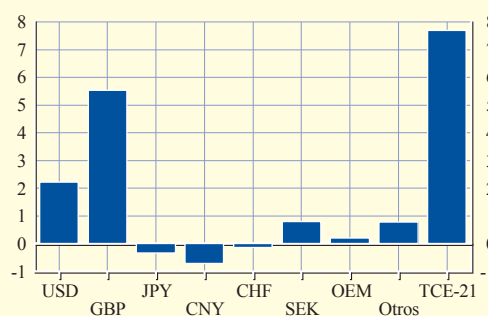
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 31 de julio de 2009 al 4 de noviembre de 2009
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 4 de noviembre de 2009
(en puntos porcentuales)



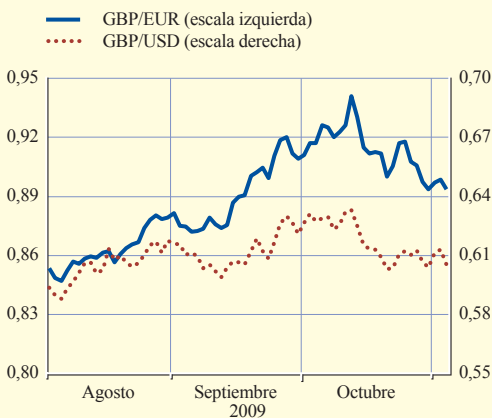
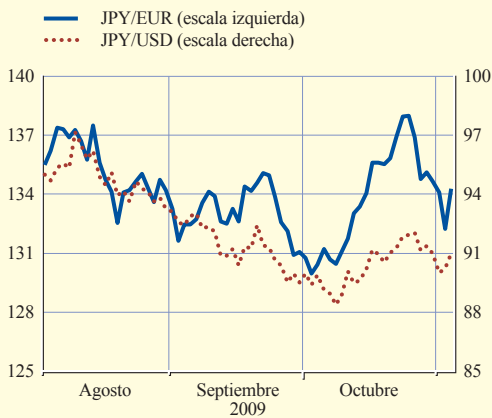
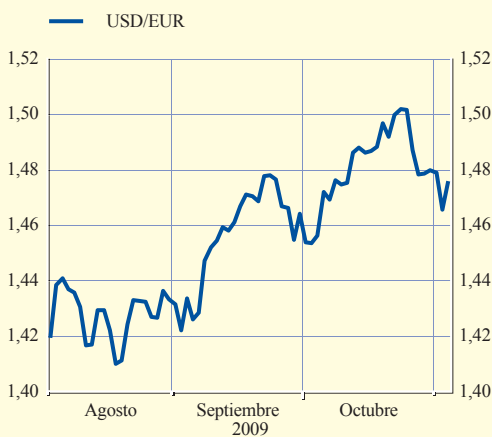
Fuente: BCE.

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 (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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

Gráfico 33 Evolución de los tipos de cambio

(datos diarios)



Fuente: BCE.

YEN JAPONÉS/EURO

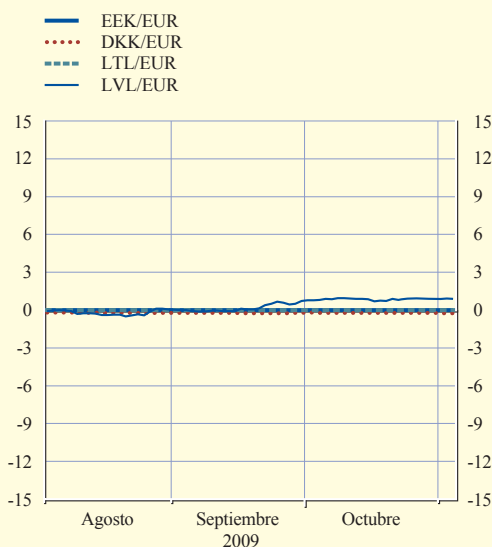
En los tres últimos meses, el tipo de cambio bilateral del euro frente al yen japonés ha fluctuado entre 130 y 138 yenes. Al parecer, se ha visto afectado por los cambios en la percepción general del riesgo en los mercados financieros y por las consideraciones de los mercados respecto a la política cambiaria japonesa. Durante el mismo período, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen y el euro ha seguido reduciéndose, pero se ha mantenido por encima de la media histórica. El 4 de noviembre, el euro cotizaba a 134 yenes, un 0,8% por debajo del nivel observado a finales de julio y un 11,8% por debajo de la media del año 2008.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de noviembre, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, y siguieron cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 34). No obs-

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 $\pm 15\%$.

tante, el lats letón se depreció frente al euro en septiembre y, desde entonces, se ha mantenido en un nivel próximo a la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se apreció considerablemente frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el 4 de noviembre, en un clima de aumento de la volatilidad implícita del tipo de cambio bilateral entre ambas monedas. El 4 de noviembre, el euro cotizaba frente a la libra esterlina un 4,4% por encima del nivel observado a finales de julio y un 12,1% por encima de la media del año 2008. La evolución reciente del tipo de cambio bilateral entre el euro y la libra esterlina se ha visto afectada, al parecer, por unos datos económicos más desfavorables de lo previsto y por la incertidumbre imperante en los mercados respecto a las perspectivas económicas del Reino Unido. En los tres últimos meses, el euro se ha apreciado también frente al forint húngaro, el zloty polaco y la corona checa en un 4,0%, un 2,7% y un 2,0%, respectivamente, tras una depreciación casi ininterrumpida que se inició a comienzos de marzo. El euro se fortaleció, asimismo, frente a la corona sueca en un 1,0%.

OTRAS MONEDAS

En los tres meses transcurridos hasta el 4 de noviembre, el euro se depreció un 1,3% frente al franco suizo en un contexto de ciertas fluctuaciones. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguió una trayectoria paralela a la evolución del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro. Como resultado, el euro se apreció frente a estas dos monedas asiáticas un 4,3% y un 4,4%, respectivamente.

5.2 BALANZA DE PAGOS

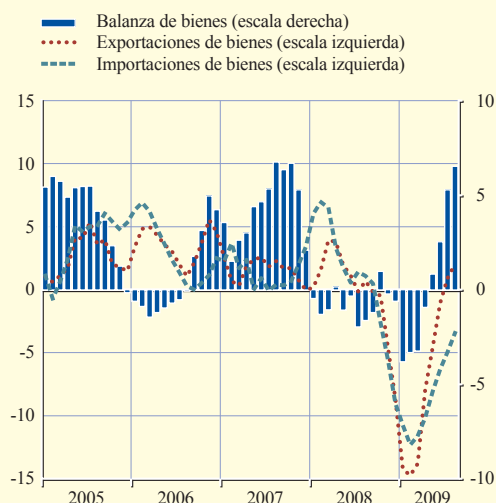
Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron en los tres meses transcurridos hasta agosto, mientras que la contracción de las importaciones de bienes continuó moderándose. Por consiguiente, el déficit acumulado de doce meses de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se redujo a 98,5 mm de euros en el año transcurrido hasta agosto (1,1% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró fuertes entradas netas de valores de renta variable y moderadas salidas netas de bonos y obligaciones en los tres meses transcurridos hasta agosto, como consecuencia de una reversión parcial de las repatriaciones de fondos por parte de residentes en la zona del euro y un cambio en las preferencias de los inversores no residentes en la zona que favoreció a los valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro aumentaron en el período

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

(tasas de variación intertrimestral, mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)

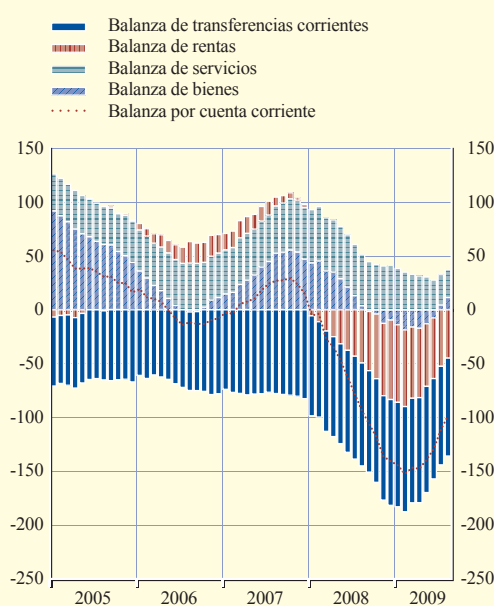


Fuente: BCE.

do de tres meses transcurrido hasta agosto, mientras que la contracción de las importaciones de bienes continuó moderándose. Favorecidas por el fortalecimiento de la demanda exterior y por una gradual reactivación de las cadenas de producción internacionales, las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro crecieron un 2,0% en los tres meses transcurridos hasta agosto en comparación el período de tres meses precedente (véase gráfico 35). Durante el mismo período, el ritmo de desaceleración de las importaciones de bienes se redujo hasta el -3,4%. No obstante, la estabilización de las importaciones de bienes siguió yendo a la zaga de la observada en el caso de las exportaciones, lo que refleja la debilidad de la demanda interna de la zona del euro así como una desacumulación de existencias. Al mismo tiempo, tanto las importaciones como las exportaciones de servicios experimentaron una nueva contracción (véase cuadro 7), lo cual es coherente con el hecho de que recientemente la actividad mundial haya repuntado de forma más lenta en el sector servicios que en el sector manufacturero.

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.

Como consecuencia de esta evolución del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro, el superávit de la balanza de bienes, acumulado de doce meses, se incrementó aún más en agosto, tras haber vuelto a registrar cifras positivas en julio (véase gráfico 36). Ello, unido al descenso de los déficits de la balanza de rentas y de la balanza de transferencias corrientes, contribuyó a una nueva reducción del déficit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro, que se situó en 98,5 mm de euros (alrededor del 1,1% del PIB), en cifras acumuladas de doce meses, en agosto. Con todo, el déficit contabilizado en agosto siguió siendo más alto que el contabilizado un año antes, debido a un descenso del superávit en el comercio de servicios.

La distribución geográfica de las exportaciones de bienes, en términos nominales, de la zona del euro —basada en las estadísticas de comercio exterior elaboradas por Eurostat— indica que, últimamente, la evolución de las exportaciones ha sido mucho menos uniforme en lo que a destino se refiere que la observada en torno a comienzos del año. Por una parte, las exportaciones a los países de la OPEP, Estados Unidos y los países de Europa Central y Oriental se redujeron de forma significativa en los tres meses transcurridos hasta

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

(índice de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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	
	Jul	Ago	2008 Nov	2009 Feb	2009 May	2009 Ago	2008 Ago	2009 Ago
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	4,9	-0,1	-13,6	-13,8	-6,6	1,2	-93,7	-98,5
Bienes	9,4	6,0	-0,2	-3,3	0,8	6,5	3,9	11,5
Exportaciones	108,4	105,5	128,4	109,5	104,5	106,7	1.586,0	1.347,3
Importaciones	99,0	99,5	128,6	112,8	103,7	100,1	1.582,3	1.335,8
Servicios	3,1	1,8	1,9	2,7	2,2	1,8	47,3	25,8
Exportaciones	38,1	38,6	42,6	40,2	39,1	37,9	509,1	479,6
Importaciones	35,0	36,8	40,8	37,5	33,9	36,1	461,8	453,7
Rentas	-1,4	-0,7	-7,0	-4,8	-1,9	-1,2	-49,3	-44,8
Transferencias corrientes	-6,2	-7,2	-8,3	-8,3	-7,7	-6,0	-95,6	-91,0
Cuenta financiera¹⁾	-9,7	0,2	16,4	19,7	11,4	-6,9	107,7	121,8
Total inversiones directas y de cartera netas	5,5	-57,3	52,0	-8,3	37,2	31,1	28,1	385,9
Inversiones directas netas	8,5	3,8	-26,6	-12,5	-4,5	0,3	-107,6	-129,8
Inversiones de cartera netas	-3,0	-53,4	78,6	20,8	41,7	30,8	135,6	517,7
Acciones y participaciones	27,4	40,7	-22,2	-11,9	6,2	31,2	96,0	9,8
Valores distintos de acciones	-30,4	12,7	100,8	32,7	35,5	-0,3	39,7	505,9
Bonos y obligaciones	-45,2	1,3	18,7	30,0	24,8	-10,8	103,9	188,3
Instrumentos del mercado monetario	14,8	11,5	82,1	2,6	10,7	10,5	-64,2	317,6
<i>Variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	2,4	-1,7	-3,4	-12,5	-4,0	0,6	6,6	-12,8
Importaciones	-3,1	1,7	-3,3	-11,3	-6,4	-3,2	9,4	-12,5
Bienes								
Exportaciones	2,1	-2,7	-4,6	-14,7	-4,6	2,0	6,3	-15,1
Importaciones	-2,9	0,5	-5,6	-12,3	-8,1	-3,4	9,9	-15,6
Servicios								
Exportaciones	3,1	1,1	0,6	-5,8	-2,6	-3,1	7,7	-5,8
Importaciones	-3,7	5,1	4,6	-8,0	-1,5	-2,4	7,7	-1,7

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.

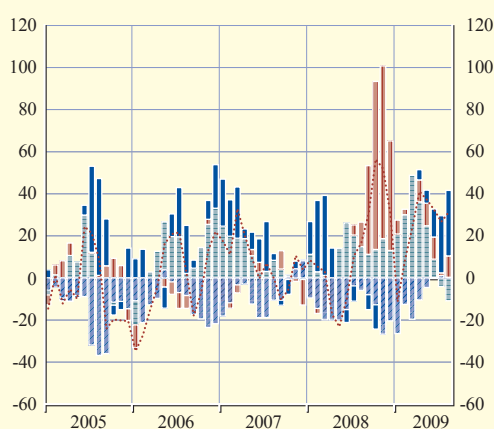
agosto en comparación con el período de tres meses precedente. Por otra parte, las exportaciones a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro se aproximaron a tasas de crecimiento positivas, y las exportaciones a Asia, aunque menos pujantes que en meses anteriores, siguieron aumentando.

Los indicadores disponibles sugieren que el gradual repunte de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En octubre, el Índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos de exportación del sector manufacturero de la zona del euro registró su octavo aumento consecutivo, situándose por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción (véase gráfico 37). Habida cuenta del notable contenido de importaciones que registran las exportaciones de la zona del euro, la mejora de las perspectivas respecto a las exportaciones probablemente favorecerá también a las importaciones provenientes de fuera de la zona. No obstante, dada la elevada volatilidad de los datos mensuales sobre comercio exterior, no puede descartarse la posibilidad de que, en los próximos meses, se produzcan algunas fluctuaciones en los intercambios comerciales con países no pertenecientes a la zona.

Gráficos 38 Principales partidas de la cuenta financiera

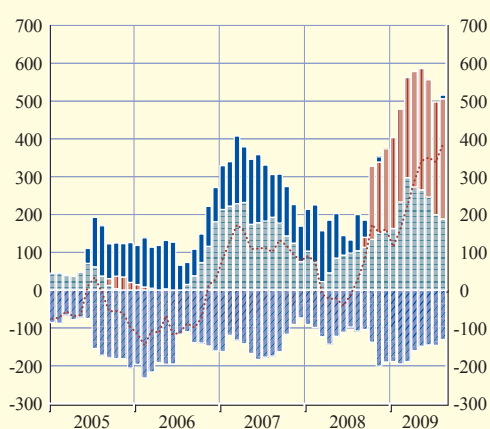
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

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



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

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



Fuente: BCE.

CUENTA FINANCIERA

En los tres meses transcurridos hasta agosto, los residentes en la zona del euro siguieron incrementando sus compras netas de valores extranjeros, tanto de renta fija como de renta variable. Así pues, las repatriaciones de fondos que se produjeron durante las turbulencias financieras, en torno a comienzos del año, se revirtieron en parte, lo que sugiere un menor sesgo nacional en las inversiones financieras. Probablemente, la mejora de las condiciones en los mercados financieros, la moderación de la aversión al riesgo y las perspectivas económicas mundiales, más favorables, han sido los principales factores determinantes de esta evolución. Al mismo tiempo, se ha observado un cambio en las preferencias de los no residentes respecto a las inversiones en la zona del euro, que ha favorecido a los valores de renta variable en detrimento de los valores de renta fija, lo que podría interpretarse como una señal más de que ha aumentado la tolerancia al riesgo entre los inversionistas en un clima de mejora de los mercados bursátiles durante el período considerado.

Como resultado de esta evolución, se registraron fuertes entradas netas de valores de renta variable y unas moderadas salidas netas de bonos y obligaciones en el período de tres meses transcurrido hasta agosto (véase gráfico 38). Mientras que las entradas netas de valores de renta variable se han visto favorecidas por el mayor crecimiento esperado de los beneficios de las empresas de la zona del euro en los últimos meses, las salidas netas de bonos y obligaciones son dignas de señalar, dado que los rendimientos de los bonos de la zona del euro han mejorado últimamente con respecto a los de los bonos de otras grandes economías (por ejemplo, Estados Unidos). Ello refuerza la idea de que los principales factores determinantes de las salidas netas de bonos y obligaciones parecen haber sido el cambio en la demanda de los inversores extranjeros respecto a las distintas categorías de activos (es decir, la preferencia de los valores de renta variable frente a los de renta fija) y la mayor demanda, por parte de los residentes en la zona del euro, de una amplia gama de valores extranjeros. Es de señalar que todo esto también se ha traducido en una interrupción de los movimientos sumamente coincidentes de los activos y los pasivos de bonos y obligaciones observados entre finales de 2006 y principios de 2009. Mientras

que la inversión extranjera en bonos y obligaciones de la zona del euro se ha reducido desde comienzos de 2009 y se ha tornado negativa a partir de julio (en términos de medias móviles de tres meses), las inversiones de la zona del euro en bonos y obligaciones extranjeros han aumentado gradualmente, pasando de cifras negativas a cifras positivas en junio.

Por lo que respecta a las otras partidas de la cuenta financiera, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario en agosto (en términos de medias móviles de tres meses), aunque todavía muy por debajo de los máximos observados el año pasado. Además, los flujos de inversiones directas prácticamente se equilibraron en promedio, ya que tanto las inversiones directas de la zona del euro en el exterior como las inversiones directas extranjeras en la zona del euro continuaron siendo moderadas.

En conjunto, principalmente como consecuencia de las fuertes entradas de valores de renta variable, el agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro registró, en promedio, un ligero incremento de las entradas netas en agosto en comparación con las cifras de julio (en términos de medias móviles de tres meses). En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera ascendieron a 385,9 mm de euros en agosto, frente a los 28,1 mm de euros contabilizados un año antes.

En cuanto a la posición de inversión internacional de la zona del euro, los pasivos netos de la zona frente al resto del mundo a finales del segundo trimestre de 2009 eran inferiores a los registrados a finales del trimestre anterior y ascendían a 1,6 billones de euros (alrededor del 17% del PIB). Cabe señalar que estos datos incluyen revisiones significativas —a partir del año 2004—, como consecuencia de una mejora en el método de compilación utilizado para la posición de inversión internacional y la balanza de pagos de la zona del euro.

POLÍTICA DE COMUNICACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES EN PERÍODOS DE ELEVADA INCERTIDUMBRE



La comunicación y la transparencia de la política monetaria —mandato, estrategia y toma de decisiones— se han convertido en elementos clave de todo banco central moderno. La comunicación es una herramienta esencial para gestionar las expectativas del sector privado. Con ello, se contribuye significativamente a mejorar la eficacia y la credibilidad de la política monetaria. Este aspecto reviste especial importancia en los períodos de elevada incertidumbre, en los que es vital proporcionar, tanto al público como a los participantes en los mercados financieros, información clara sobre la función primordial de garantizar la estabilidad de precios encomendada a los bancos centrales, sobre la situación de la economía y sobre la lógica en que se basan las decisiones de política monetaria. Teniendo presente todo esto, el reciente período de crisis financiera y la consiguiente recesión económica constituyen un claro ejemplo de la importancia que reviste una apropiada comunicación. Desde el inicio de la crisis en agosto de 2007, el BCE ha intensificado significativamente su labor de comunicación con el público en general y con el público especializado, explicando en detalle por qué son necesarias y cómo funcionan sus medidas de apoyo al crédito. Además, durante estos tiempos difíciles, el BCE ha tenido que comunicar claramente que las medidas de política monetaria excepcionales que ha adoptado eran totalmente coherentes con la misión encomendada de mantener la estabilidad de precios y entrañaban un firme compromiso de corregirlas una vez que surgieran riesgos para dicha estabilidad y se normalizara la situación financiera. Los esfuerzos adicionales de comunicación del BCE, junto con su habitual transparencia en cuanto al marco de la política monetaria, han contribuido a que el sector privado comprenda mejor cómo ha respondido la institución a la crisis financiera y a la recesión económica, tanto en lo que respecta a las medidas convencionales en materia de tipos de interés, como a la gestión de la liquidez. Además, esta combinación ha ayudado a mantener las expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE.

I INTRODUCCIÓN

En los últimos decenios, los bancos centrales de todo el mundo han explicado de forma cada vez más transparente el proceso de formulación de su política monetaria. Ello se debe, en parte, a la tendencia a la independencia de los bancos centrales y al correspondiente aumento de las obligaciones de información. Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales han sobrepasado con creces las estrictas obligaciones legales en lo que a apertura y transparencia se refiere. Los esfuerzos adicionales desplegados en este ámbito pueden atribuirse, en gran medida, a una creciente conciencia de que la transparencia y la comunicación contribuyen significativamente a la eficacia de la política monetaria reduciendo la incertidumbre e influyendo en las expectativas del sector privado¹. Dado que los tipos de interés a largo plazo —abstracción hecha de las posibles primas de plazos y liquidez— reflejan los tipos a corto plazo actuales y esperados, la política monetaria puede aumentar su influencia sobre los tipos de interés a largo plazo

proporcionando una orientación al sector privado por medio de un marco de política monetaria transparente y creíble.

La comunicación eficaz se hace aún más necesaria en períodos de elevada incertidumbre, en los que el público se enfrenta a una pérdida de confianza en la economía y el funcionamiento de los mercados se ve gravemente dificultado. La historia económica reciente ha mostrado varios episodios en los que las tensiones financieras han afectado rápidamente a la confianza y, con carácter más general, a la economía real: las secuelas de la crisis asiática de finales de los noventa, el estallido de la burbuja tecnológica, las tensiones geopolíticas que siguieron a los trágicos sucesos del 11 de septiembre de 2001 y, sobre todo, el reciente episodio de la crisis financiera mundial. Si bien esas situaciones pueden plantear a los bancos centrales desafíos sin precedentes en lo relativo a la comuni-

¹ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», en el Boletín Mensual de mayo de 2009.

cación, en el presente artículo se demuestra que, en esas circunstancias, la política de comunicaciones del banco central, unida a una estrategia de política monetaria estable y clara, desempeña un papel crucial para restablecer la confianza entre los participantes en los mercados financieros. Por lo tanto, la atención se centra en la comunicación con un público experto en los mercados financieros, pese al hecho de que los bancos centrales de todo el mundo —al igual que el BCE— han intensificado sus esfuerzos por comunicar también su política al público en general, especialmente desde el inicio de la crisis financiera en agosto de 2007. En la sección 2 se analiza desde un punto de vista conceptual el papel de la comunicación de los bancos centrales en los períodos de elevada incertidumbre. En la sección 3 se examinan los principales elementos de la política de comunicación del BCE durante la reciente crisis financiera. En la sección 4 se presenta evidencia empírica sobre el impacto de dicha comunicación en los mercados financieros durante este período y, en la sección 5, se ofrece un resumen del artículo y se extraen algunas conclusiones.

2 EL PAPEL DE LA COMUNICACIÓN POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES EN PERÍODOS DE TENSIONES

En circunstancias normales, los bancos centrales utilizan diversos cauces de comunicación para familiarizar al público, y especialmente a los participantes en los mercados financieros y los representantes de los medios, con la forma en que piensan y operan estas instituciones. La mayoría de los bancos centrales explican cuidadosamente su mandato y la estrategia con la que se proponen alcanzar sus objetivos. Explicar con claridad sus objetivos y la forma en que los persigue es una estrategia que ayuda al banco central a garantizar que el sector privado entienda mejor su política monetaria y su respuesta sistemática a las perturbaciones económicas. De forma conjunta con la evaluación realizada por el banco central de su política monetaria y con la publicación frecuente de su opinión sobre la situación y probable evolución de la economía, la transparencia en lo que se refie-

re a la estrategia sobre dicha política es crucial para fomentar la credibilidad y hacer más previsibles las medidas de política monetaria adoptadas². Por consiguiente, la transparencia y la comunicación eficaz pueden ayudar a armonizar las expectativas de los mercados con las opiniones del banco central y facilitarle a éste la tarea de mantener la estabilidad de precios.

La capacidad de la comunicación de los bancos centrales para servir como punto de referencia de las expectativas del sector privado puede resultar especialmente valiosa en caso de que se produzcan graves perturbaciones y distorsiones en los mercados. En períodos de tensión, cuando aumenta la incertidumbre respecto a las perspectivas económicas y los mercados pueden llegar a desorientarse, una comunicación eficaz por parte del banco central reviste particular importancia para realinear las expectativas respecto al rumbo que seguirá en el futuro la política monetaria y transmitir una sensación de dirección. Por ejemplo, la evidencia empírica indica que la información adicional aportada por el banco central parece ayudar a los participantes en los mercados financieros, sobre todo en épocas de fuerte incertidumbre, es decir, cuando existe un alto grado de ruido en torno a la información de que disponen dichos participantes³. Una de las razones por las que las evaluaciones y las comunicaciones de los bancos centrales despiertan cada vez más interés entre los participantes en los mercados es el acusado aumento de la incertidumbre y la brusca caída de la confianza que han experimentado los mercados financieros desde el comienzo de la crisis financiera en agosto de 2007. La incertidumbre respecto a la solvencia y la buena salud de las instituciones financieras no sólo hizo que las operaciones interbancarias prácticamente se frenasen en plena crisis en el otoño de 2008, sino

2 Véanse, por ejemplo, T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch y J. Turunen, «The predictability of monetary policy», *Occasional Paper*, n.º 83, BCE, marzo de 2008, y A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan y D. Jansen, «Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence», *Journal of Economic Literature*, 46(4), 2008, pp. 910-945.

3 Véase M. Ehrmann y M. Fratzscher, «Social value of public information: testing the limits to transparency», *Working Paper* n.º 1, BCE, octubre de 2007.

que también parece haber dado lugar a un aumento generalizado del valor que se otorga a la información proporcionada por el banco central (véase el recuadro que figura a continuación).

Recuadro

RESPUESTA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS A LA ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN DEL BCE DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

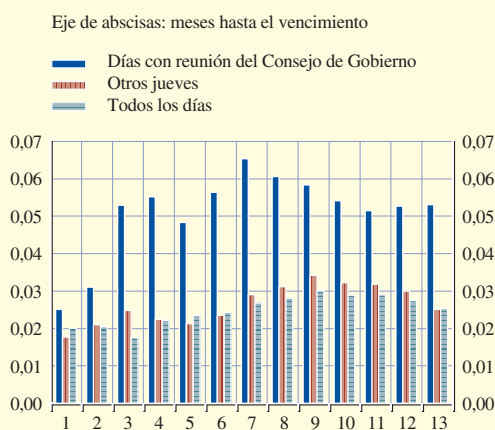
Las turbulencias financieras constituyen un claro ejemplo de la importancia creciente que los participantes en los mercados pueden asignar a la coordinación de la información suministrada por el banco central en períodos de elevada incertidumbre. Para demostrarlo, se comparan en el gráfico las diferencias en la reacción de los mercados financieros a las conferencias de prensa del BCE antes y después del comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007¹. A tal efecto, se calcularon las variaciones absolutas medias diarias de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses durante los dos años anteriores y posteriores a la crisis financiera. El uso de las variaciones absolutas diarias implica que sólo se trata de cuantificar la diferencia en la magnitud de la respuesta a la información y no su impacto deseado. La variación absoluta diaria se calcula por diferencia entre los valores al cierre de operaciones de dos días consecutivos².

La variación absoluta diaria aproxima, en cierta medida, la volatilidad de los mercados financieros. Para diferenciar un incremento general de la movilidad de los mercados financieros desde el inicio de la crisis de un incremento relacionado con la conferencia de prensa del BCE, se calcularon las variaciones correspondientes a: 1) los días (jueves) en los que se celebró una reunión del Consejo de Gobierno en la que se fijaron los tipos de interés, 2) todos los otros jueves y 3) todos los días.

El análisis que se presenta en el gráfico permite extraer tres conclusiones interesantes. En primer lugar, los movimientos de los mercados financieros han sido, en general, más pronunciados después del inicio de la crisis en agosto de 2007 que antes, como puede observarse en el hecho de que las barras correspondientes a la categoría «todos los días» registren valores positivos. En segundo lugar,

Diferencia entre las variaciones absolutas medias diarias de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses antes y después del inicio de la crisis

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Diferencia entre el rendimiento absoluto medio diario en los períodos comprendidos entre agosto de 2005 y julio de 2007 y entre agosto de 2007 y julio de 2009.

1 Véase un análisis más detallado del impacto de la conferencia de prensa del BCE sobre los mercados financieros en M. Ehrmann y M. Fratzscher, «Explaining monetary policy in press conferences», *International Journal of Central Banking*, 5, 2009, pp. 41-84.

2 Como el análisis no se basa en datos intradía, los resultados pueden contener respuestas de precios de los mercados financieros a información no relacionada con la conferencia de prensa del BCE. En total, se publicaron otros 59 informes estadísticos relacionados con la zona del euro en los días en que el Consejo de Gobierno celebró reuniones durante el período analizado. En 49 de ellos, se podía acceder a un estudio de Bloomberg en el que se recogía el valor medio esperado, el cual puede utilizarse para medir el factor sorpresa de cada una de esas publicaciones. Basándose en esta medida de las expectativas, los mercados fueron sorprendidos en cuatro ocasiones durante este período. Sin embargo, analizando la volatilidad intradía en esas fechas se observa que no hubo actividad negociadora extraordinaria en torno a estos anuncios.

la magnitud de la respuesta de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses a la conferencia de prensa mensual del BCE ha aumentado de forma mucho más notable que la volatilidad general de los mercados desde agosto de 2007, como lo denota la altura de las barras que indican «días con reunión del Consejo de Gobierno»³. Esta observación se cumple especialmente en los plazos superiores a tres meses, en los que se registra, en general, la mayor incertidumbre. La gran diferencia en la respuesta de los mercados financieros a la conferencia de prensa del BCE antes y después del inicio de la crisis sugiere que los mercados han asignado mayor importancia a la opinión del Consejo de Gobierno respecto a las perspectivas económicas y a su evaluación del riesgo. Además, los grandes movimientos de los mercados en los días en los que se celebraron reuniones del Consejo de Gobierno indican que los participantes en los mercados financieros han recibido, durante este período, un volumen considerable de información relevante del banco central. Por último, la diferencia mínima en la respuesta de los mercados financieros se observa en el caso de los futuros sobre el EURIBOR que se encuentran más próximos a su fecha de vencimiento (es decir, los que vencerán en un plazo de uno o dos meses). Estos futuros suelen ser propensos a experimentar variaciones cuando reina la incertidumbre en los mercados respecto a las próximas decisiones sobre los tipos de interés. No obstante, el hecho de que, en estos segmentos, los mercados hayan reaccionado ante los anuncios del BCE de forma relativamente similar antes y después del inicio de la crisis sugiere que el alto grado de previsibilidad de las decisiones del BCE con respecto a los tipos de interés no ha experimentado prácticamente variación en el transcurso de la crisis⁴.

3 Hasta cierto punto, podría considerarse que la notable respuesta de los mercados a las reuniones del Consejo de Gobierno en las que se fijan los tipos de interés también guarda relación con el anuncio simultáneo de medidas de política monetaria no convencionales, como las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias o la compra de bonos garantizados. Véase, en la sección 4 del presente artículo, un análisis más detallado de la respuesta de los mercados financieros a la comunicación, por parte del BCE, de algunas medidas de política monetaria no convencionales.

4 Este resultado se confirma cuando se compara el factor sorpresa promedio, calculado por diferencia entre la encuesta Reuters y la decisión efectivamente adoptada, para el período de dos años anterior y posterior al inicio de la crisis financiera. La diferencia es mínima y representa 0,0184 puntos básicos. Véase también el artículo titulado «Previsibilidad de la política monetaria del BCE» en el Boletín Mensual de enero de 2006.

Una comunicación puntual y precisa por parte del banco central es crucial en esas circunstancias. Al igual que los participantes en el mercado, los responsables de la política monetaria tienen que realizar sus análisis y comunicar sus razonamientos e intenciones en condiciones de fuerte incertidumbre en las que pueden no cumplirse las regularidades históricas y la mayor volatilidad puede empañar la información procedente de los mercados. El banco central ha de hacer hincapié en el considerable grado de incertidumbre que rodea a sus propias evaluaciones de las perspectivas económicas en tan arduas circunstancias. Es esencial que la institución reconozca las limitaciones de sus instrumentos de análisis en estos períodos, a fin de evitar un exceso de dependencia, por parte de los mercados, respecto a su evaluación de la dirección que seguirá la economía. Al mismo tiempo, dado que los mercados financieros reaccionan casi en tiempo real a los anuncios del banco central, las autorida-

des monetarias han de ser muy selectivas en cuanto al tipo y el alcance de la información que desean transmitir a los participantes en los mercados⁴.

La comunicación presenta dos aspectos clave en esas circunstancias. El primero se refiere a las propias intenciones del banco central. En los períodos de fuerte

4 Morris y Shin, así como Amato et al., sostienen que la comunicación por parte del banco central también puede reducir el bienestar si los participantes en el mercado atribuyen demasiada importancia a la información pública en detrimento de la información privada. Concretamente, la información ruidosa o prematura puede desviar a los mercados de las variables fundamentales y dirigirlos hacia un equilibrio inferior (véanse S. Morris y H.S. Shin, «Social Value of Public Information», *American Economic Review*, 92(5), 2002, pp. 1521-1534, y J.D. Amato, S. Morris, y H.S. Shin, «Communication and Monetary Policy», *Oxford Review of Economic Policy*, 18(4), 2002, pp. 495-503). Sin embargo, basándose en el mismo modelo que Morris y Shin, Svensson argumenta que la transparencia del banco central casi siempre es beneficiosa porque la ratio entre señal y ruido de la información del banco central suele ser relativamente elevada (véase L.E.O. Svensson, «Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con», *American Economic Review*, 96(1), 2006, pp. 448-451).

tensión e incertidumbre quizá sea necesario dar respuestas de política monetaria excepcionales, que han de comunicarse y explicarse a los participantes en los mercados de forma puntual y coherente. A falta de esa comunicación, los mercados pueden no entender con claridad la lógica en que se basan las medidas de política monetaria excepcionales. En un entorno económico caracterizado por un alto grado de incertidumbre, el banco central no debería añadir más incertidumbre introduciendo ambigüedad en las medidas de política monetaria que adopte en respuesta a una evolución extraordinaria de la economía. Por lo tanto, en tiempos difíciles, el banco central tiene que actuar con mucha claridad y ser muy convincente en la forma de explicar la necesidad y los detalles de unas medidas de política monetaria excepcionales, a diferencia de las épocas de normalidad, en las que el comportamiento coherente del banco central a lo largo del tiempo es un elemento clave para mantener un alto grado de credibilidad. En períodos de incertidumbre, la credibilidad depende también de la forma en que los responsables de la política económica explican el fundamento de sus audaces medidas. La claridad en las intenciones y los objetivos del banco central ofrece un ancla para la estabilidad y una importante sensación de dirección para los agentes económicos. Este principio se cumple especialmente en períodos de fuerte incertidumbre.

El segundo aspecto de importancia fundamental en tiempos difíciles es la inequívoca reiteración por parte del banco central tanto de su compromiso con el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios a medio plazo como de su determinación de revertir las medidas de política monetaria excepcionales una vez que la situación vuelva a la normalidad. Por varias razones, la necesidad de que la comunicación del banco central se ajuste de forma inquebrantable a su objetivo a medio plazo reviste particular importancia en momentos en los que las expectativas de los mercados respecto al rumbo futuro de la política monetaria pueden llegar a desorientarse. Una de esas razones es que la volatilidad de las expectativas puede ser una fuente independiente de inestabilidad macroeconómica. En el caso en que las expectativas de inflación a medio plazo dejen de estar «ancladas» al objetivo del banco central como resultado de una perturbación ad-

versa y significativa, es probable que aumenten los riesgos inflacionistas o deflacionistas. Por ejemplo, un aumento esperado del nivel general de precios de mañana puede presionar al alza sobre los precios de hoy a través de una serie de canales, entre ellos la demanda de salarios más altos o la revaluación de los precios de los activos. Una vez que las expectativas inflacionistas se afianzan en las percepciones de los agentes pueden autoreforzarse hasta el momento en que un suceso o una medida de política monetaria logran quebrar el impasse. De hecho, la evidencia empírica sugiere que la «Gran Inflación» registrada en Estados Unidos en la década de los años setenta se produjo, fundamentalmente, porque una política monetaria acomodaticia dio lugar a incrementos autoinducidos de la inflación esperada⁵. Análogamente, unas expectativas de inflación a medio o largo plazo bien ancladas son un elemento crucial en presencia de riesgos a la baja para la estabilidad de precios, especialmente cuando los tipos de interés nominales a corto plazo se sitúan en niveles muy bajos. Existen abundantes estudios en los que se subraya la eficacia de un compromiso franco y creíble con el objetivo de mantener la estabilidad de precios para evitar una espiral deflacionista autoalimentada⁶.

Por lo tanto, la comunicación del compromiso del banco central de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios se convierte en un poderoso instrumento para evitar que las expectativas del sector privado se aparten de ese objetivo en períodos de fuerte incertidumbre. Concretamente, el anuncio de un objetivo numérico preciso, o una definición cuantitativa de la estabilidad de precios según el banco central, proporciona un punto de referencia en el que el público podrá centrar las expectativas de inflación a largo plazo, al tiempo que ayuda a los agentes económicos a formarse sus expectativas con más eficiencia y exactitud. Así pues, un

5 Véanse, por ejemplo, S. Leduc, K. Sill y T. Stark, «Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54 (2), 2007, pp. 433-459.

6 Véanse, por ejemplo, G.B. Eggertsson y M. Woodford, «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34 (1), 2003, pp.139-235, y K. Adam, y R. Billi, «Discretionary monetary policy and the zero lower bound on nominal interest rates», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54 (3), 2007, pp. 728-752.

objetivo cuantitativo creíble garantiza la previsibilidad incluso en momentos en los que los mercados se caracterizan por un aumento de la volatilidad y el nerviosismo, y puede servir como ancla para la estabilidad en períodos de desorientación y tensiones. De hecho, existe suficiente evidencia empírica que demuestra que anunciando un objetivo cuantitativo preciso se reduce el grado de persistencia de la inflación, se atenúa la intensidad de la respuesta de las expectativas a otras informaciones de carácter macroeconómico y se contribuye a anclar dichas expectativas en niveles compatibles con el objetivo que persigue el banco central⁷.

3 LA COMUNICACIÓN DEL BCE DESDE EL INICIO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Los profundos cambios que experimentó el entorno económico y financiero en los dos últimos años han exigido la adopción de medidas de política monetaria contundentes, respaldadas por una comunicación puntual y bien instrumentada. En estrecha cooperación con los BCN del Eurosistema, el BCE ha intensificado sus actividades de comunicación con el público especializado y con el público en general, a fin de reforzar la eficacia y la eficiencia de la política monetaria en momentos de elevada incertidumbre.

La transparencia ya tradicional del BCE con respecto a su marco de política monetaria ha contribuido a estructurar las comunicaciones externas durante la crisis. Concretamente, la comunicación relativa a la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios conforme a los dos pilares de la estrategia de política monetaria ha resultado más útil que nunca para mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas⁸ y proporcionar una explicación detallada de las decisiones respecto a la política monetaria. El análisis económico ha sido crucial para comunicar el súbito cambio de sentido de la tendencia inflacionista en la zona del euro en un clima de fuerte incertidumbre con respecto a las perspectivas de crecimiento económico como resultado de la intensificación de las turbulencias financieras y su propagación a la economía real. El análisis monetario ha ayuda-

do a mantener una perspectiva de medio plazo y también a que se entienda mejor la evolución de los agregados monetarios, los balances de los bancos, los precios de los activos y los flujos de crédito, elementos todos ellos de crucial interés, habida cuenta del origen financiero de la recesión económica⁹.

COMUNICACIÓN DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA CONVENCIONALES Y NO CONVENCIONALES

La aplicación de medidas no convencionales para hacer frente a las tensiones en los mercados financieros supuso nuevos retos en materia de comunicación. Normalmente, la información que se proporciona sobre las operaciones de mercado abierto del Eurosistema va dirigida, principalmente, a los técnicos y especialistas. Cuando en el verano de 2007 hicieron eclosión las turbulencias financieras y el BCE reaccionó con determinación frente a las tensiones registradas en los mercados monetarios realizando una serie de operaciones de financiación adicionales, se hizo evidente la necesidad de informar al público en general y, en particular, a los participantes en los mercados financieros sobre las operaciones excepcionales de forma más sistemática y completa. A tal efecto, se actualizó y mejoró continuamente el sitio web del BCE y se utilizaron otros cauces de comunicación para asegurarse de que las medidas adoptadas por el Eurosistema para frenar los efectos macroeconómicos de la crisis se entendieran cabalmente. En particular, en un momento en el que aún existían riesgos al alza para la estabilidad de precios en la zona del euro, era importante transmitir el mensaje de que las medidas adoptadas para paliar las tensiones en los mercados monetarios no entrañaban una relajación de la política monetaria y eran plenamente coherentes con el objetivo de estabilidad de pre-

7 A.T. Levin, F.M. Natalucci y J.M. Piger, «Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes», *Working Paper* n.º 383, BCE, agosto de 2004. Véanse también D. Johnson, «The effect of inflation targeting on the behaviour of expected inflation: evidence from an 11 country panel», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49 (8), noviembre de 2002, pp. 1521-1538, y L. Benati, «Investigating inflation persistence across monetary regimes», *Quarterly Journal of Economics*, 123:3, agosto de 2008, pp. 1005-1060.

8 Véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta a expertos en previsión económica del BCE correspondientes al cuarto trimestre de 2009» en la presente edición del Boletín Mensual.

9 Véase el artículo titulado «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras» en la presente edición del Boletín Mensual.

cios. Así pues, se recurrió a instrumentos tales como las entrevistas frecuentes en los medios de comunicación o discursos de los miembros del Consejo de Gobierno, así como al anuncio frecuente de operaciones de política monetaria en tiempo real. El aumento del número de visitas a las páginas pertinentes del sitio web del BCE indicó que la demanda de información sobre estos temas estaba aumentando a un ritmo realmente elevado.

Desde la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008, y en un contexto de rápida moderación de las presiones inflacionistas, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se redujo en 325 puntos básicos. Al mismo tiempo, el BCE comenzó a aplicar medidas de política monetaria no convencionales, que se adoptaron para estimular el flujo de crédito por encima y más allá de lo que se podría lograr con la mera reducción de los tipos de interés oficiales. Para facilitar la comunicación, el BCE definió la gama de medidas no convencionales adoptadas como una ampliación del apoyo al crédito¹⁰. Estas medidas comprenden cinco elementos fundamentales: (i) un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con plena adjudicación, previa presentación de garantías, para todas las operaciones principales de financiación y operaciones de financiación a plazo más largo ejecutadas desde octubre de 2008; (ii) la ampliación temporal de la lista de activos de garantía admisibles en las operaciones de financiación del Eurosistema desde octubre de 2008; (iii) la prórroga de los vencimientos de las operaciones de financiación del Eurosistema hasta un año; (iv) la provisión de liquidez en divisas, especialmente en dólares estadounidenses, y (v) la compra simple de bonos garantizados denominados en euros desde julio de 2009, a fin de revitalizar un segmento del mercado al que afectaron especialmente las turbulencias financieras. Además, el BCE estableció una clara distinción entre sus medidas de política monetaria y las medidas de respaldo de los gobiernos, subrayando al mismo tiempo el carácter complementario de unas y otras para aliviar las tensiones en los mercados financieros.

En la comunicación del BCE con los mercados financieros y con el público en general se hizo espe-

cial hincapié en dos mensajes clave. En el primero se subrayaba que todas las medidas tenían por objeto garantizar una transmisión eficaz de la política monetaria y facilitar un mayor apoyo a la provisión de crédito a los hogares y las empresas de la zona del euro a unos tipos de interés razonables, a fin de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo. El segundo mensaje se refería al mecanismo de resolución. Dada la importancia del canal bancario para la provisión de crédito a la economía de la zona del euro, las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE se han ajustado a la naturaleza específica de la estructura financiera de la zona del euro. A diferencia de algunas economías desarrolladas, en las que prevalece un sistema financiero basado más en el mercado, es crucial asegurarse una amplia gama de posibilidades de financiación para los bancos, a fin de garantizar el flujo de crédito al sector no financiero.

COMUNICACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE SALIDA

Si bien la intensificación de la información sobre las perspectivas económicas y la evolución esperada de los precios contribuyó a anclar firmemente las expectativas de inflación en el transcurso de la crisis, también surgió el riesgo de una posible disociación de las expectativas del sector privado como consecuencia de las múltiples medidas adoptadas para aliviar las tensiones en los mercados financieros. En un entorno de tipos de interés sumamente bajos y de abundante liquidez, era necesario tranquilizar a los mercados respecto al compromiso de los bancos centrales de revertir las medidas no convencionales una vez que la situación volviese a la normalidad. Mantener durante demasiado tiempo una política acomodaticia entraña el riesgo de desatar presiones inflacionistas más adelante y prepara el camino para futuros desequilibrios en los mercados financieros.

Un elemento importante de la estrategia de comunicación del BCE desde el anuncio de la ampliación de sus medidas de apoyo al crédito ha sido, por lo tanto, transmitir al público que la preparación de una estrategia de salida es un elemento

¹⁰ Véanse, en particular, los discursos pronunciados por el presidente del BCE el 13 de julio de 2009 en Munich, el 22 de agosto de 2009 en Jackson Hole y el 4 de septiembre de 2009 en Fráncfort.

esencial de la gestión de la crisis por parte del BCE, subrayando así el compromiso y la determinación del banco central de preservar la estabilidad de precios en el medio plazo. La posibilidad de corregir las medidas de estímulo monetario ya se había previsto y, hasta cierto punto, se había incorporado al diseño de las medidas no convencionales. El marco operativo está bien dotado para facilitar esta corrección mediante una serie de instrumentos variados y flexibles. Al mismo tiempo, para evitar expectativas prematuras de salida, se hizo hincapié en que no es lo mismo contar con una estrategia de esa naturaleza que ponerla en funcionamiento.

LA COMUNICACIÓN Y LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En conjunto, las actividades de comunicación desarrolladas por el BCE y las medidas efectivamente adoptadas desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007 han contribuido, en gran medida, a mantener las expectativas de inflación a más largo plazo en la zona del euro firmemente ancladas en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE. A este respecto, se planteó un desafío especial cuando se previó que las tasas de inflación se tornarían negativas de forma transitoria en el verano de 2009, debido principalmente a efectos de base relacionados con la evolución de los precios de la energía. Para frenar un ajuste injustificado a la baja de las expectativas de inflación a medio y largo plazo a una caída de la inflación, el BCE subrayó públicamente la necesidad de distinguir entre desinflación y deflación. En este contexto, el BCE explicó claramente que los episodios de desinflación son positivos si tienen su origen, por ejemplo, en una caída de los precios de las materias primas que puede ir ligada a un mayor ahorro de costes por el lado de la oferta. Por el contrario, un proceso deflacionista es un descenso generalizado, persistente y autoalimentado de una amplia gama de precios, con consecuencias negativas sobre la producción y los precios. Al destacar, ya a comienzos de 2009, que las tasas de inflación negativas previstas para el verano de ese año no deberían confundirse con una simple deflación, el Consejo de Gobierno se aseguraba de que las expectativas

de inflación a largo plazo se mantuvieran firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

4 IMPACTO DE LA ESTRATEGIA DE COMUNICACIÓN DEL BCE RELATIVA A LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES

La intensificación de la estrategia de comunicación externa del BCE desde el comienzo de la crisis en agosto de 2007 ha tenido un impacto visible en los mercados financieros. Como se explica en la sección 2, los mercados parecen haber sido más sensibles a las conferencias de prensa del BCE durante la crisis de lo que lo habían sido antes. En esta sección del artículo se analiza el impacto y la eficacia de las comunicaciones del BCE relativas a los anuncios de las operaciones de financiación a plazo más largo adicionales.

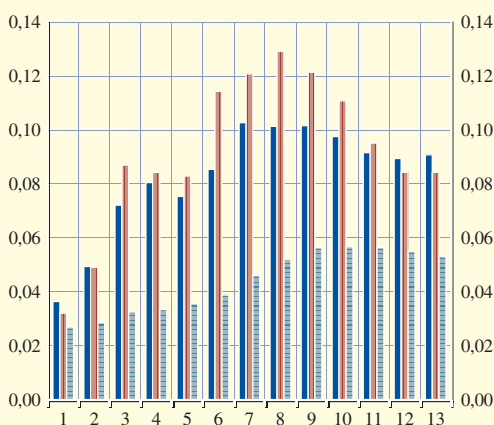
Desde agosto de 2007, el BCE ha puesto en marcha una serie de operaciones de financiación a plazo más largo adicionales, encaminadas a respaldar la normalización del funcionamiento de los mercados monetarios de la zona del euro. Como primera medida, el BCE prorrogó los vencimientos de dichas operaciones y, finalmente, el 7 de mayo de 2009 anunció su decisión de realizar operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Estas operaciones se anunciaron normalmente mediante una nota de prensa previa a su ejecución. El desfase temporal entre el anuncio y la ejecución permite identificar las reacciones de los mercados financieros ante ambos sucesos. Si los mercados iban a reaccionar ante el anuncio de las operaciones de financiación adicionales, deberían, en general, mostrarse más activos en esos días que en los días en que no se producía ningún anuncio. De hecho, el gráfico 1 sugiere que el anuncio de dichas operaciones tuvo un impacto significativo en los mercados monetarios de la zona del euro, que superó en mucho a los efectos de la información proporcionada por el BCE sobre sus operaciones de política monetaria convencionales. El gráfico 1 muestra la variación absoluta media diaria de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses en determinados días a partir de agosto

**Gráfico 1 Variación absoluta media diaria
de los futuros sobre el EURIBOR a tres meses**

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: meses hasta el vencimiento

- Días con reunión del Consejo de Gobierno solamente
- Días con anuncio de OFPML solamente
- Días sin reunión del Consejo de Gobierno ni anuncio de OFPML



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

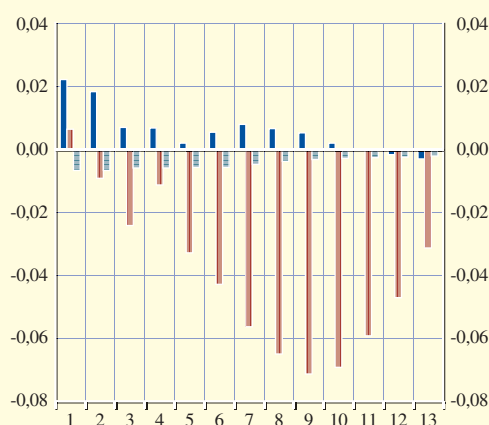
Notas: Media de determinados días en el período comprendido entre el 1 de agosto de 2007 y el 9 de octubre de 2009. «OFPML» significa operación de financiación a plazo más largo.

**Gráfico 2 Variación media diaria de los futuros
sobre el EURIBOR a tres meses**

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: meses hasta el vencimiento

- Días con reunión del Consejo de Gobierno solamente
- Días con anuncio de OFPML solamente
- Días sin reunión del Consejo de Gobierno ni anuncio de OFPML



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Media de determinados días en el período comprendido entre el 1 de agosto de 2007 y el 9 de octubre de 2009. «OFPML» significa operación de financiación a plazo más largo.

de 2007. Los movimientos del mercado monetario fueron significativamente más pronunciados en los días en que se anunciaron medidas de política monetaria, tanto convencionales como no convencionales, que en los días en que no se realizó comunicación alguna¹¹, y ello fue así en todos los plazos. Además, el mercado de futuros sobre el EURIBOR parece haber reaccionado con mucha mayor intensidad en los días en que el BCE anunció sus operaciones de financiación a plazo más largo adicionales, especialmente en los plazos de seis a diez meses¹².

En general, el objetivo de toda operación de financiación a plazo más largo adicional es aliviar las tensiones en el mercado monetario que hayan dado lugar a unos tipos de interés desmedidamente altos. En otras palabras, si cumplen el objetivo deseado, este tipo de operaciones deberían ayudar a reducir los tipos de interés en todos los plazos hasta un nivel compatible con la transmisión normal de la política monetaria del BCE¹³. El anuncio pun-

tual y creíble de dichas operaciones puede coadyuvar a la consecución de este objetivo, en la medida en que adelanta parte del ajuste previsto, con lo que su impacto resulta más eficaz. El gráfico 2 indica que efectivamente sucedió así. Utilizando la

11 En total, el BCE anunció operaciones de financiación adicionales en 12 ocasiones, en cinco de las cuales hubo reuniones del Consejo de Gobierno. En la categoría «días con anuncio de OFPML solamente» se consideran exclusivamente los siete días restantes. De esta manera se aíslan los efectos de los anuncios de las operaciones de financiación a plazo más largo adicionales. La decisión de realizar este tipo de operaciones con vencimiento a un año se anunció el día en que se celebraba una reunión del Consejo de Gobierno.

12 Como el análisis no se basa en datos intradía, los resultados pueden contener respuestas de precios de los mercados financieros a información no relacionada con los anuncios del BCE. En los días en que se anunciaron operaciones de financiación a plazo más largo, sólo en una ocasión (el 22 de agosto de 2007) se produjo una sorpresa para los mercados. No obstante, la volatilidad intradía en esa fecha muestra que no hubo actividad negociadora extraordinaria en torno a ese anuncio. Véase en la nota a pie de página 2 del recuadro la forma de cálculo del factor sorpresa.

13 Sin embargo, éste no es el único criterio para determinar el éxito: en primer lugar, y plenamente en línea con el objetivo en que se fundamenta la política de apoyo al crédito, las operaciones se encaminaron a ampliar el horizonte de liquidez de las entidades de crédito, estimulando así un flujo continuo de crédito bancario a la economía.

variación relativa diaria, en vez de la variación absoluta, se observa que la comunicación, por parte del BCE, de la decisión de realizar operaciones de financiación a plazo más largo adicionales ha contribuido a suavizar las condiciones en los mercados monetarios en todos los plazos y ha hecho que su ejecución resulte más eficaz. A diferencia de los días en que no se anunciaron operaciones adicionales, los mercados descontaron, en promedio, una caída de los futuros sobre el EURIBOR en los días en que se produjeron los anuncios.

5 CONCLUSIONES

La estrategia de comunicación del BCE y la transparencia en la formulación de su política monetaria han resultado especialmente útiles en el período actual de tensiones financieras y elevada incertidumbre. La provisión puntual y precisa de información sobre las modificaciones del marco de la

política monetaria es un elemento clave que los participantes en los mercados financieros han de entender cabalmente. Además de las medidas de política monetaria propiamente dichas, la comunicación ha cobrado la mayor importancia a efectos de anclar las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con la definición de estabilidad de precios del BCE.

Las iniciativas adicionales emprendidas por el BCE en materia de comunicación desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007, combinadas con su ya tradicional transparencia respecto a su política monetaria han contribuido, probablemente, a que el sector privado comprenda rápidamente tanto las medidas no convencionales adoptadas para hacer frente a la intensificación de las tensiones financieras en otoño de 2008 como su determinación para mantener el firme compromiso con la consecución de su objetivo de estabilidad de precios.

EL ANÁLISIS MONETARIO EN UN ENTORNO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

ARTÍCULOS

El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras

La estrategia de política monetaria del BCE otorga un destacado papel al análisis monetario, como reflejo de la estrecha relación existente entre el dinero y los precios en el medio y largo plazo. El análisis monetario ayuda al banco central a no perder de vista la evolución en el largo plazo de las variables nominales, de la cual es responsable en última instancia la política monetaria. Esta función es especialmente relevante en un período de turbulencias financieras en el que la evolución económica a corto plazo, sometida a una mayor volatilidad podría oscurecer la perspectiva adecuada de la política monetaria en el medio plazo. Las turbulencias que comenzaron en los mercados financieros en el verano de 2007 han planteado considerables retos analíticos. El análisis monetario en tiempo real que realiza el BCE combina información basada en modelos con un análisis institucional detallado. Este último ha sido particularmente útil en los dos últimos años para abordar cuestiones clave respecto a la evolución de las tendencias monetarias, de las condiciones de financiación durante el ciclo económico y de los ajustes que se están produciendo en el sector bancario.

Por lo que se refiere a estas cuestiones, las conclusiones del análisis monetario durante el período de turbulencias han sido, en primer lugar, que las tendencias monetarias apuntan a la existencia de presiones inflacionistas moderadas, que no se pueden calificar de proceso deflacionario; en segundo lugar, que el crecimiento de los préstamos ha sido fundamentalmente de carácter genuino y, en tercer lugar, que las entidades de crédito han ajustado el tamaño y la composición de sus balances principalmente mediante reducciones de sus activos frente a otras entidades residentes y no residentes. Por consiguiente, el análisis monetario ha proporcionado información que va más allá de la que se puede obtener de encuestas financieras y del análisis de los tipos de interés y de los rendimientos.

I INTRODUCCIÓN

El papel del análisis monetario en la estrategia de política monetaria del BCE se basa en la estrecha relación entre el dinero y los precios en el medio y largo plazo. La existencia de esta relación se ha constatado en diferentes países y regímenes de política monetaria, lo que apunta a que esta característica está fuertemente arraigada en la estructura de la economía¹. Por tanto, el análisis monetario ayuda al banco central a no perder de vista la evolución en el largo plazo de las variables nominales, de la cual es responsable en última instancia la política monetaria. Esta función es especialmente relevante en un período de turbulencias financieras, en el que la volatilidad a corto plazo podría dominar la perspectiva a medio plazo adecuada de la política monetaria.

Las rápidas transformaciones en el entorno económico provocadas por las turbulencias en los mercados financieros han planteado retos analíticos adicionales tanto para el análisis monetario como para el económico. El enfoque del BCE en su análisis monetario combina la información basada en modelos

con un análisis institucional detallado. Este último ha sido especialmente importante para abordar cuestiones clave que se han planteado en los dos últimos años. Una pregunta relevante para el análisis monetario ha sido si ha cambiado la tendencia monetaria subyacente —generalmente de carácter inercial— vinculada a la evolución a medio y a largo plazo de los precios. El análisis que se presenta en este artículo sugiere que, aunque no puede descartarse la posibilidad de que se haya producido este cambio, es muy probable que la moderación observada en el crecimiento monetario subyacente haya sido menos pronunciada y menos brusca que la registrada en la evolución monetaria.

Además, las turbulencias que comenzaron en los mercados financieros en el verano de 2007 han suscitado un interés en la evolución monetaria que va más allá del vínculo de medio a largo plazo con la

¹ Véase L. Benati (2009), «Long-run evidence on money growth and inflation», Documento de Trabajo n.º 1027, BCE. Esta característica no excluye la posibilidad de que la intensidad de la relación venga «determinada por las políticas económicas»; véase, por ejemplo, T. Sargent y P. Surico (2008), «Monetary policies and low-frequency manifestations of the quantity theory», Bank of England External MPC Unit Discussion Paper, n.º 26.

evolución de los precios. En un entorno de turbulencias, el análisis detallado de la evolución del dinero y del crédito en términos cuantitativos también ha demostrado ser especialmente útil para abordar cuestiones sobre temas de carácter más cíclico o temporal, como las condiciones de financiación durante el ciclo económico y los ajustes que se están produciendo en el sector bancario. Este artículo muestra que las entidades de crédito han ajustado el tamaño y la composición de su balance principalmente mediante reducciones de activos frente a otras entidades residentes y no residentes. Hasta ahora, este ajuste no ha modificado las regularidades históricas observadas en la evolución de los préstamos a lo largo del ciclo económico. A este respecto, el examen de variables cuantitativas financieras, como las reservas de liquidez y el volumen de préstamos, ha proporcionado una información que va más allá de la que puede obtenerse de un análisis basado exclusivamente en los tipos de interés, los rendimientos y las encuestas financieras.

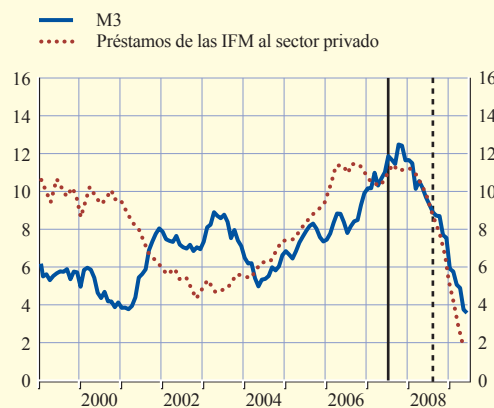
Estos temas se abordan en la sección 2, después de describir brevemente la evolución monetaria durante el periodo de turbulencias financieras. En la sección 3 se analiza la evolución monetaria, en particular desde una perspectiva sectorial, con el objetivo de valorar la posibilidad de que se haya producido una «ruptura» en el ritmo subyacente de expansión monetaria. En la sección 4 se considera la interpretación de los datos sobre préstamos y créditos ante el impacto de las turbulencias financieras. La sección 5 presenta algunos resultados derivados del análisis monetario que se han utilizado para analizar cuestiones relacionadas con la situación del sector bancario, y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 LA EVOLUCIÓN MONETARIA DESDE EL COMIENZO DE LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La evolución monetaria ha fluctuado considerablemente desde principios de 2007². En el período previo al inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007, el crecimiento monetario se fortaleció sustancialmente, hasta alcanzar niveles histórica-

Gráfico 1 M3 y préstamos de las IFM al sector privado

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

mente elevados³. Esto se ilustra en las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado que, a finales de julio de 2007, se situaban en torno al 12% y el 11%, respectivamente (véase gráfico 1). Dado que los préstamos son una de las principales contrapartidas del dinero, este fortalecimiento conjunto apuntaba a un intenso ritmo de crecimiento monetario subyacente. No obstante, este análisis también sugería que, debido al efecto expansivo del aplanamiento de la curva de tipos, el crecimiento de M3 observado en esa época superaba la tasa subyacente de crecimiento monetario.

En los primeros meses posteriores al inicio de las turbulencias en agosto de 2007, la dinámica monetaria no resultó afectada en su mayor parte⁴. A mediados de 2008, el crecimiento del agregado monetario amplio y del crédito se fue moderando gradualmen-

2 Las observaciones más recientes de los datos monetarios utilizados en este artículo corresponden al segundo trimestre de 2009.

3 Para un análisis de la evolución monetaria entre mediados de 2004 y el primer trimestre de 2007, véase el artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», en el Boletín Mensual de julio de 2007.

4 Véase el recuadro titulado «Impacto de las tensiones en los mercados financieros sobre la evolución monetaria», en el Informe Anual 2008, BCE.

te, como consecuencia de la ralentización del crecimiento económico y del efecto retardado de las subidas de los tipos de interés y de unas condiciones de financiación más restrictivas, aunque su expansión todavía era intensa en esos momentos. Sin embargo, el impacto directo de las turbulencias financieras sólo fue patente en algunos componentes y contrapartidas de M3, como las participaciones en fondos del mercado monetario o los préstamos a otros intermediarios financieros no monetarios (OIF), excepto las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

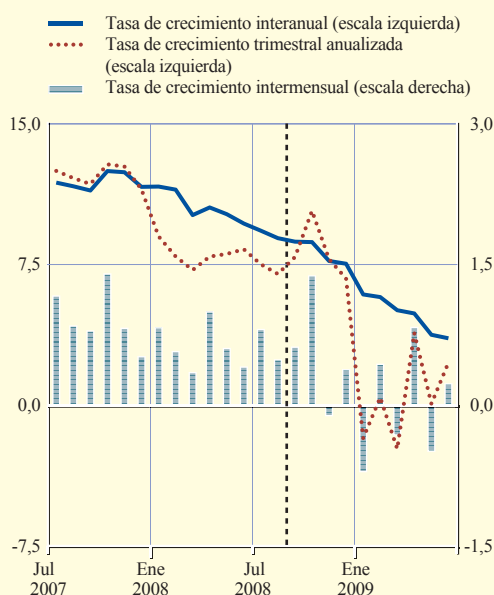
Tras la quiebra de Lehman Brothers y la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio se redujo desde el 9,1% registrado en el tercer trimestre de 2008 hasta el 4,3% en el segundo trimestre de 2009, mientras que la de los préstamos al sector privado cayó desde el 9,1% hasta el 2,2%. Este descenso paralelo apuntó a una desaceleración más intensa que en el período anterior

del crecimiento monetario subyacente. Además, el efecto directo de la perturbación pasó a ser perceptible en otros componentes y contrapartidas, como los valores distintos de acciones de las IFM y las tenencias de este sector de este tipo de valores.

Al analizar si la intensificación de las turbulencias financieras supuso una ruptura en la tasa de crecimiento monetario observado y, en última instancia, de la subyacente, es posible que el carácter inherentemente retrospectivo de las tasas de crecimiento interanual no proporcione una descripción adecuada de los factores relevantes⁵. En tales circunstancias, puede que también sea conveniente analizar la evolución a más corto plazo, como la observada, por ejemplo, en la tasa de crecimiento trimestral anualizada. El gráfico 2 muestra que aunque la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió descendiendo de manera continuada, la evolución a más corto plazo experimentó una acusada desaceleración tras la intensificación de las turbulencias. Desde noviembre de 2008, las tasas de crecimiento intermensual han fluctuado de manera bastante errática en torno a cero, indicando, en general, un estancamiento de la expansión monetaria que persistió hasta mediados de 2009. La tasa de crecimiento trimestral anualizada sirve para suavizar parte de esta volatilidad, mostrando con más claridad que la tasa de expansión monetaria fue inferior a la registrada antes de la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 2 Evolución a más corto plazo de M3

(tasas de variación; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical negra discontinua señala la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros tras la quiebra de Lehman Brothers.

3 ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA DURANTE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

3.1 EVOLUCIÓN MONETARIA OBSERVADA Y SUBYACENTE EN UN PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

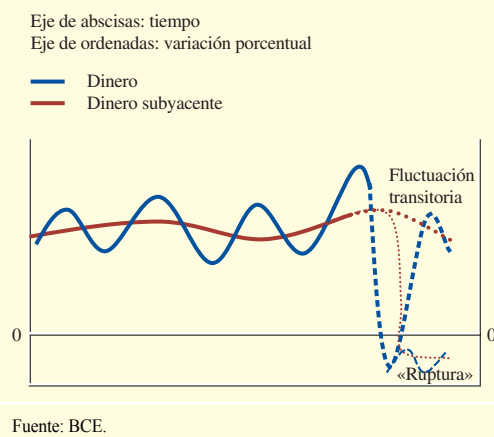
La intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008 planteó la posibilidad de que se hubiera producido un punto de inflexión en la evolución monetaria. El análisis monetario tuvo

5 En un entorno rápidamente cambiante, una tasa de crecimiento interanual puede considerarse una medida en cierto modo retrospectiva de la evolución, ya que compara una observación actual con la de un año antes, agregando con ello los cambios recientes y pasados con una ponderación similar. Al limitarse al pasado reciente, las medidas de la evolución a más corto plazo no plantean este problema, pero pueden estar sometidas a muchas más «interferencias».

que afrontar la necesidad de realizar un seguimiento y valorar en tiempo real si las fuertes fluctuaciones observadas en la evolución monetaria señalaban un episodio de corta duración o un cambio de régimen más duradero que conduciría a una situación deflacionaria. El gráfico 3 muestra este reto a nivel conceptual. En épocas «normales», la tasa subyacente de crecimiento monetario, que proporciona la señal pertinente de la existencia de riesgos para la estabilidad de precios, se mueve con lentitud, facilitando con ello la extracción de la señal. En un episodio de expansión pronunciada o recesión profunda, resulta más difícil realizar inferencia a partir de regularidades históricas pasadas. A partir de la información disponible en cada momento, el análisis monetario debe diferenciar si las fluctuaciones inusualmente acusadas registradas en el crecimiento monetario observado constituyen una «ruptura» en el crecimiento monetario subyacente —resultante de un ajuste agresivo y de carácter duradero de los balances por las entidades de crédito, las empresas y los hogares—, o un episodio que, posiblemente también como consecuencia del impacto de las intervenciones de los Gobiernos y de factores estabilizadores endógenos, será breve y no afectará al crecimiento monetario subyacente. En última instancia, esta valoración es necesaria para establecer si dicha evolución afecta a la economía real y a los precios.

El concepto de expansión monetaria subyacente va más allá del análisis de los saldos monetarios resultantes de consideraciones de carácter transitorio relacionadas con la renta, la configuración de los tipos de interés y la incertidumbre. La incertidumbre adicional existente en un período de turbulencias financieras hace que se plantee, por ejemplo, una cuestión analítica importante, como es determinar si se han producido desplazamientos de cartera extraordinarios hacia activos monetarios o fuera de estos ya que, en este caso, la información que proporciona la dinámica monetaria observada en relación a la evolución de los precios quedaría temporalmente diluida. Un análisis monetario detallado que estudie los componentes y los sectores individuales que integran el agregado monetario amplio desempeña un papel especialmente crucial en tal situación porque el im-

Gráfico 3 La señal monetaria en un período de turbulencias en los mercados financieros



pacto de la incertidumbre y de las variaciones en los tipos de interés suele reflejarse de manera muy distinta en los diferentes componentes y sectores. Por ejemplo, en el período en el que se registraron intensos desplazamientos de cartera relacionados con la incertidumbre imperante, entre 2001 y 2003, los instrumentos negociables de M3 absorbieron gran parte de estos desplazamientos y, por tanto, se les otorgó un menor peso al valorar la fortaleza del crecimiento monetario subyacente a partir de la evolución de M3. De igual modo, desde una perspectiva sectorial, los saldos monetarios de las empresas suelen mostrar un comportamiento cíclico más acusado que los de los hogares, lo que sugiere que a estos últimos se les puede conceder una ponderación mayor al calibrar la fuerza del crecimiento monetario subyacente a partir de la evolución de M3. Por tanto, un análisis monetario detallado debe tomar en consideración diferentes perspectivas para realizar una valoración del crecimiento monetario subyacente.

3.2 LA PERSPECTIVA SECTORIAL EN LA EVOLUCIÓN MONETARIA EN UN PERÍODO DE TURBULENCIAS FINANCIERAS

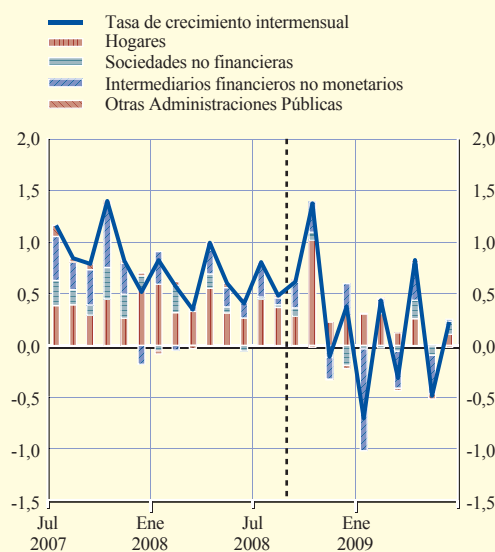
En esta sección se utiliza el detalle de los saldos monetarios de los sectores individuales obtenido de la evolución monetaria agregada para explicar cómo la perspectiva sectorial puede contribuir

a comprender mejor el impulso relativo de los factores que determinan la dinámica de M3 en su conjunto y, de este modo, ayudar a realizar una valoración de la evolución monetaria subyacente. El análisis por sectores puede ser especialmente informativo en el contexto de las turbulencias financieras recientes, ya que es muy probable que las diferencias normales que se registran en la demanda de activos monetarios de los sectores se hayan visto acentuadas por un entorno rápidamente cambiante. El gráfico 4 muestra las considerables diferencias observadas en la evolución monetaria de los sectores individuales. Los intermediarios financieros no monetarios contribuyeron de manera significativa y desproporcionada a la desaceleración del crecimiento de M3, mientras que el sector hogares continuó acumulando activos monetarios, aunque a un ritmo más moderado. En torno a finales de año, las sociedades no financieras se desprendieron de activos monetarios tras reducir la acumulación de reservas de liquidez que se produjo a partir de principios de 2008.

Las diferencias observadas en el comportamiento de los diversos sectores reflejan la distinta importancia relativa de los principales determinantes de los saldos monetarios, a saber, la actividad económica, la evolución de los tipos de interés y la incertidumbre⁶. Esto da lugar a diferencias en la velocidad y en la magnitud del ajuste ante cambios en los determinantes. Normalmente, los hogares ajustan sus saldos monetarios a la situación económica de manera lenta y constante, mientras que los saldos de los intermediarios financieros no monetarios son mucho más sensibles al ciclo económico y a variaciones en el rendimiento relativo⁷. Como el sector de sociedades no financieras incluye tanto a grandes empresas con prácticas de gestión del efectivo similares a las seguidas por las sociedades financieras como a empresas más pequeñas que son parecidas a los hogares en su grado de sofisticación financiera, el comportamiento de este sector en lo que respecta a los saldos monetarios se sitúa entre estos casos opuestos. Para analizar con más detalle las diferencias en la evolución monetaria por sectores, es necesario examinar los saldos monetarios en función de sus determinantes más importantes.

Gráfico 4 Detalle por sectores de la tasa de crecimiento intermensual de M3

(tasas de variación; contribuciones en puntos porcentuales; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: La línea vertical negra discontinua señala la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros tras la quiebra de Lehman Brothers.

EL PAPEL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

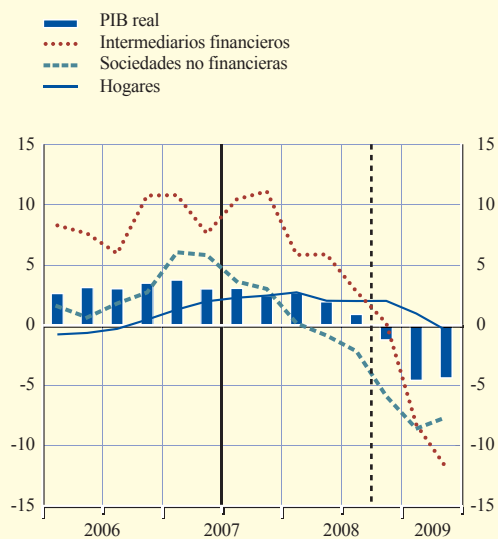
Las turbulencias financieras fueron acompañadas de una ralentización de la actividad económica en la zona del euro, que también se refleja en la moderación del crecimiento de los activos monetarios. Este efecto es especialmente perceptible en el crecimiento interanual de los saldos de M3 de las sociedades no financieras (véase gráfico 5), que tiende a estar determinado por la parte cíclica de la actividad económica general, medida, por ejemplo, por el valor añadido bruto. Los saldos de M3 de los hogares continuaron incrementándose a un ritmo vigoroso, en consonancia con el ajuste inercial a las condiciones

6 Véase el artículo titulado «Saldos monetarios por sectores: Factores determinantes y evolución reciente», en el Boletín Mensual de agosto de 2006.

7 Para un análisis comparativo de la demanda de dinero por sectores, véanse J. von Landesberger (2007), «Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants», Documento de Trabajo n.º 741. BCE; P. Jain y C.-G. Moon (1994), «Sectoral money demand: a co-integration approach», Review of Economics and Statistics, pp. 196-201; y A. Brigden, A. Chrystal y P. Mizen (2000), «Money, lending and spending: a study of the UK non-financial corporate sector and households», Bank of England Quarterly Bulletin, mayo, pp. 159-167.

Gráfico 5 Tendencias de M3 por sectores y PIB real

(tasas de variación interanual; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: Estimaciones del BCE y Eurostat.
 Notas: Las estimaciones de los saldos de M3 por sectores han sido corregidas por su media durante el período 1999-2009 con fines de presentación. Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

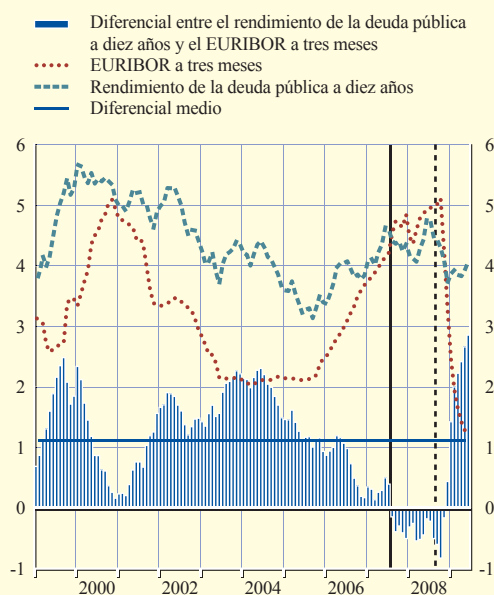
económicas que puede ser resultado de que la evolución de la renta disponible suele ser más estable que la de la actividad económica general.

EL PAPEL DE LA CONFIGURACIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS

La intensificación de las turbulencias y la decisiva reacción de la política monetaria provocaron una modificación sustancial de los tipos de interés y un aumento de la pendiente de la curva de tipos (véase gráfico 6). El consiguiente cambio del coste de oportunidad de mantener activos monetarios indujo a que se produjeran reestructuraciones de cartera hacia activos no monetarios, lo que moderó el crecimiento de M3. En particular, el crecimiento de los saldos monetarios de los intermediarios financieros que, en gran parte, se rige por las características de liquidez, rentabilidad y riesgo de una amplia variedad de activos, resultó notablemente afectado por esta nueva configuración de los tipos de interés⁸.

Gráfico 6 Tipos de interés a corto y a largo plazo

(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y Reuters.
 Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

Además, en los últimos meses, los tipos de interés de los depósitos a corto plazo han reaccionado con mucha más rapidez a la disminución de los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo que los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo. En consecuencia, algunas sociedades no financieras que, en el pasado, consideraron atractivo colocar en activos monetarios parte de los fondos que habían tomado prestados, acumulando con ello reservas de liquidez, han reaccionado a la nueva configuración de los tipos de interés recurriendo a estas reservas para reducir los préstamos que les habían concedido

⁸ La disminución de los saldos de M3 de los intermediarios financieros no monetarios en enero de 2009 resultó afectada por una operación exclusivamente financiera relacionada con la modificación de la estructura de los vehículos de financiación de un importante grupo bancario de la zona del euro, que se tradujo en una reducción de los depósitos a plazo de OIF incluidos en M3 y en un aumento proporcional de los depósitos a más largo plazo de este sector no incluidos en M3. La reducción sería menor si los datos se ajustan por el efecto de esta operación, pero todavía sería perceptible una disminución excepcional de activos monetarios por parte de este sector.

las IFM⁹. Por último, los saldos monetarios del sector hogares reaccionaron con lentitud a los cambios observados en los costes de oportunidad.

EL PAPEL DE LA INCERTIDUMBRE

Es posible que los determinantes de la demanda de dinero analizados anteriormente solo expliquen parcialmente el comportamiento de los hogares en lo que respecta a sus saldos de M3, ya que el mantenimiento de activos monetarios por motivo precaución también podría ser significativo. Las turbulencias financieras han aumentado la incertidumbre de los hogares sobre la evolución económica y financiera futura, lo que posiblemente incrementó los saldos monetarios por encima del nivel acorde con la evolución de la renta y de los tipos de interés¹⁰. Entre las medidas que son de utilidad para valorar el nivel de incertidumbre de este sector acerca del entorno económico se incluyen el nivel de desempleo y la confianza de los consumidores, que disminuyó de manera acusada en la zona del euro tras la quiebra de Lehman Brothers.

Por lo que se refiere a la importancia relativa de estos determinantes para la evolución monetaria, el análisis del período anterior al comienzo de las turbulencias financieras en agosto de 2007 sugiere que el impacto expansivo de los tipos de interés hizo que el crecimiento observado de M3 rebasara la tasa de crecimiento monetario subyacente¹¹. En el período posterior al inicio de las perturbaciones, entre agosto de 2007 y el final del tercer trimestre de 2008, la evolución monetaria se vio considerablemente afectada por reestructuraciones de cartera hacia activos monetarios motivadas por la configuración de los tipos de interés, más que por desplazamientos de cartera extraordinarios provocados por el aumento de la incertidumbre¹². No obstante, dado que ambos efectos habrían influido en el crecimiento monetario en la misma dirección en este período, es difícil diferenciar su impacto. Para el período posterior a la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros a finales del tercer trimestre de 2008, el análisis tiende a indicar que se produjo un impacto más significativo relacionado con la confianza sobre los saldos de M3 de los hogares, perceptible, entre otros, en el acusado y excepcional aumento del efectivo en circulación. Sin embargo, este análisis también sugiere que este

posible efecto expansivo fue sobradamente compensado por un efecto a la baja notablemente más acusado derivado de la configuración de los tipos de interés, perceptible en las cuantiosas salidas observadas en los depósitos a corto plazo¹³. En general, durante las turbulencias financieras, los saldos monetarios por sectores se han ajustado como cabría esperar a partir de la evolución de sus principales determinantes y de regularidades históricas.

3.3 VALORACIÓN GENERAL DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

Durante el período de turbulencias financieras, es probable que la desaceleración observada en el crecimiento agregado de M3 haya sobrepasado el descenso de la tasa subyacente de expansión monetaria. El análisis detallado de los saldos monetarios por sectores ha demostrado que este descenso tuvo su origen en los sectores de sociedades financieras y sociedades no financieras, que se han visto afectadas de manera desproporcionada por las turbulencias. Al mismo tiempo, los saldos de M3 de los hogares, que presentan un vínculo más estrecho e inmediato con la inflación medida por los precios de consumo que los del sector empresas, siguen mostrando un crecimiento más resistente.

La agregación de la evolución monetaria en los distintos sectores o componentes hace que no se les preste

- 9 Para un análisis más detallado, véase el recuadro titulado «Algunas consideraciones respecto a los factores determinantes de las tenencias de depósitos de M3 de las sociedades no financieras», en el Boletín Mensual de julio de 2009.
- 10 Sobre la relación general entre los saldos monetarios y la incertidumbre, véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», en el Boletín Mensual de octubre de 2005.
- 11 Para una valoración de los factores que influyeron en la evolución monetaria en el período anterior a las turbulencias financieras, véase el artículo titulado «Interpretación de la evolución monetaria desde mediados del año 2004», en el Boletín Mensual de julio de 2007.
- 12 Para más información sobre este análisis, véase el recuadro titulado «Seguimiento de los extraordinarios desplazamientos de cartera hacia activos monetarios durante el período de turbulencias financieras», en el Boletín Mensual de enero de 2009.
- 13 Las estimaciones sugieren que si la confianza de los consumidores no se hubiera modificado con respecto al nivel registrado en el tercer trimestre de 2008, el flujo de M3 de los hogares durante este período habría sido aproximadamente un 15% inferior. En cambio, el mismo marco indica que si la configuración de los tipos de interés se hubiera mantenido invariable, estos flujos habrían aumentado alrededor de un 45% durante este período.

la debida atención a elementos idiosincrásicos, y que se internalicen los efectos de sustitución, de forma que se observe la tendencia monetaria que proporciona la señal de la existencia de riesgos a medio y a largo plazo para la estabilidad de precios. El análisis que se presenta en este artículo indica que, aunque no puede excluirse la posibilidad de que se haya producido una «ruptura», es muy probable que la moderación de la tendencia monetaria haya sido menos acusada y brusca que la observada en la evolución monetaria. Por tanto, el análisis de la coyuntura monetaria apunta actualmente a unas presiones inflacionistas contenidas, pero no a una situación deflacionaria.

Una consideración adicional que se ha de tener presente al valorar las posibles consecuencias deflacionistas del acusado descenso observado en el crecimiento de M3 está relacionada con el nivel de liquidez monetaria que se ha acumulado en los últimos años. A este respecto cabe señalar que sería necesario un período prolongado de crecimiento monetario reducido, o incluso negativo, para corregir el exceso de saldos monetarios. No obstante esta posible corrección, la acumulación de liquidez existente en la zona de euro todavía estaría disponible cuando la economía y los mercados financieros se recuperen, y posteriormente podría dar lugar a un repunte de las presiones sobre los precios de consumo y los de los activos.

4 INTERPRETACIÓN DE LOS AGREGADOS DE PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS DURANTE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Durante el período de turbulencias financieras, la evolución de los agregados monetarios y del crédito en frecuencias cíclicas y más altas ha proporcionado información de utilidad sobre la disponibilidad de crédito para los hogares y las empresas y, más concretamente, sobre la cuestión de si las turbulencias han dificultado la disponibilidad de crédito bancario para los sectores no financieros más allá de un endurecimiento de las condiciones de financiación previsible como consecuencia de las fluctuaciones de la economía durante el ciclo económico. En la fase inicial de las perturbaciones, los datos sobre crédito no sugerían la existencia de dificultades, ya que el crecimiento interanual de los

préstamos al sector privado no financiero, y en particular a las sociedades no financieras, se mantuvo elevado. Sin embargo, se consideró que algunos factores económicos y estadísticos podrían estar ocultando el efecto de las turbulencias de los mercados financieros en la disponibilidad de financiación para los sectores no financieros.

El análisis monetario general que realiza el BCE permitió realizar una valoración del punto hasta el que estos factores fueron importantes en la zona del euro después del comienzo de las turbulencias financieras. Por ejemplo, en la fase inicial de las turbulencias, el persistente dinamismo de los préstamos al sector privado no financiero en la zona había sido resultado, en opinión de algunos analistas de los mercados financieros, de la supuesta disminución de la disponibilidad de financiación en los mercados para las sociedades no financieras, compensada con un aumento de la financiación bancaria, en parte mediante una mayor utilización de las líneas de crédito. En consecuencia, se consideró que los datos sobre los préstamos concedidos por las IFM a las empresas estaban afectados al alza por un efecto de sustitución, mientras que, de hecho, el total de la nueva financiación a disposición de las citadas sociedades se había estancado. Un análisis exhaustivo del volumen de financiación puesto a disposición de las sociedades no financieras aportó evidencia en contra de este argumento. Más concretamente, los datos a escala de la zona del euro apuntaban a una moderación limitada del flujo de financiación a este sector derivado de la evolución de la emisión de valores distintos de acciones y de acciones que, no obstante, no proporcionó margen para que se produjeran efectos de sustitución importantes.

Otra hipótesis que se consideró sugería que la fortaleza de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero era engañosa porque era resultado de efectos de «reintermediación». En el gráfico 7 se presenta una representación estilizada de las distintas posiciones del balance de las IFM que pueden haber tenido que acomodar estos efectos. Por ejemplo, esta hipótesis sostenía que, como consecuencia de la paralización del mercado de pagarés de empresa respaldados por activos, las entidades de crédito tendrían que prestar apoyo a los emisores

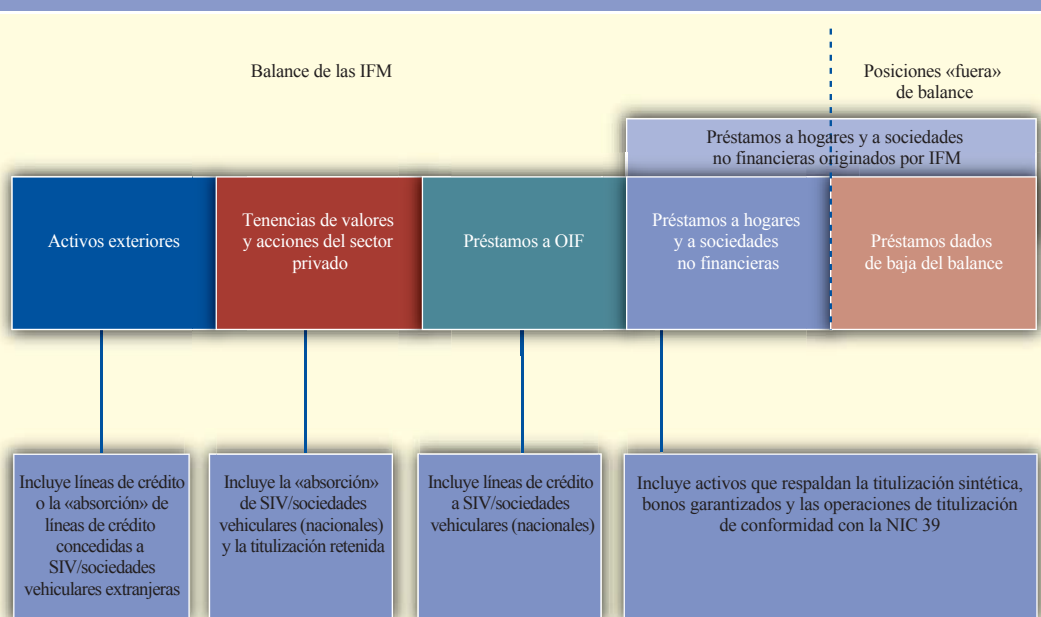
de estos instrumentos, como los «vehículos de inversión estructurada» (SIV), clasificados como OIF. Este apoyo podría plasmarse en préstamos o en la absorción de activos de los SIV previamente titulizados. En el balance de las IFM se reflejaría, en principio, en las posiciones de préstamos a OIF, valores distintos de acciones mantenidos en IFM o activos exteriores, pero los datos observados indicaban que el impacto fue insignificante, en el mejor de los casos.

Además, es posible que los datos sobre préstamos estén distorsionados por la incapacidad de las entidades de crédito para dar de baja préstamos de su balance, dada la práctica paralización del mercado de titulizaciones¹⁴. En consecuencia, estos préstamos tuvieron que mantenerse en los balances de las entidades y, por tanto, incrementaron las cifras de préstamos y créditos. No obstante, el análisis institucional detallado realizado en el marco del análisis monetario puso de manifiesto que, debido a la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera con fines de cumplimiento de las obligaciones de información estadística en algunos países de la zona del euro en los que principalmente prevalecían las

operaciones de titulización fuera de balance o real, la mayor parte de los préstamos vendidos en estas operaciones permaneció, en la práctica, en el balance de las entidades que los originaron¹⁵. En los países en los que las normas contables permitían la eliminación de préstamos de los balances, el flujo de préstamos dados de baja del balance con posterioridad a agosto de 2007 fue positivo, lo que también fue atribuible, en parte, a las «titulizaciones retenidas», en las que los valores emitidos en el contexto de

- 14 Para una explicación del efecto potencial de la titulización sobre los datos de préstamos de las IFM, véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización de préstamos otorgados por las IFM en el análisis monetario de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2005.
- 15 Según la norma de contabilidad aplicable (NIC 39, instrumentos financieros: reconocimiento y valoración), se han de cumplir una serie de condiciones específicas para que un activo se dé de baja del balance de una entidad informante, incluida la transferencia de prácticamente todos los riesgos y réditos vinculados al activo. En la práctica, en las operaciones de titulización fuera de balance o real, estos criterios rara vez se cumplen, ya que la entidad originadora suele mantener cierta vinculación, por ejemplo reteniendo el tramo subordinado de los valores emitidos. Véase también el recuadro titulado «La importancia de las normas contables para interpretar las estadísticas de préstamos de las IFM», en el Boletín Mensual de marzo de 2008.

Gráfico 7 Posiciones del activo de las IFM potencialmente afectadas por efectos relacionados con las turbulencias



Fuente: BCE.

la operación de titulización son adquiridos por las propias IFM. Considerando conjuntamente los dos casos, esta hipótesis no podía explicar la solidez de los préstamos y créditos otorgados al sector privado no financiero, que se consideró que era de carácter «genuino».

Tras la intensificación de las turbulencias financieras, la caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero se acentuó, y a mediados de 2009 se situó en niveles reducidos en términos históricos. Al valorar este descenso se ha de tener presente que también se ha producido una contracción excepcional de la actividad económica que en cualquier caso habría moderado la demanda de préstamos. A este respecto, pese a las presiones a las que se han visto sometidas las IFM durante las perturbaciones, la evolución observada hasta ahora en los préstamos por sectores ha demostrado ser acorde con regularidades históricas durante el ciclo económico¹⁶. Al mismo tiempo, es probable que las presiones sobre la situación del balance de las entidades de crédito hayan contribuido a la dinámica observada en los préstamos y créditos durante el período de turbulencias financieras.

Desde la perspectiva de la política monetaria, la diferenciación de los distintos factores que influyen en la evolución agregada de los préstamos facilita la identificación de las medidas de política monetaria necesarias, dado que la respuesta adecuada de esta política ante un descenso de la demanda de préstamos, un deterioro de los balances de los prestatarios y presiones relacionadas con los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, puede ser sustancialmente diferente. Aunque la aplicación de recortes en los tipos de interés oficiales podría estar justificada en casos relacionados con la situación de los prestatarios, el suministro de un volumen de liquidez suficiente, posiblemente complementado con otras medidas de los Gobiernos, como avales para la deuda bancaria e inyecciones de capital, serían esenciales para contrarrestar un deterioro severo de los balances de los prestamistas.

Un reto especial consiste en calibrar la importancia de la evolución de la actividad económica general para los préstamos y créditos de las IFM en lo que

respecta a la demanda de préstamos y la solvencia de los prestatarios, por un lado, y a las presiones inminentes sobre las entidades de crédito en relación con sus costes de financiación y disponibilidad de fondos, por otro. Como todos estos factores están estrechamente relacionados y son interdependientes, no es posible establecer una distinción clara. Por ejemplo, los cambios registrados en la actividad económica también influyen en los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, lo que puede afectar a su capacidad y a su disposición para conceder préstamos. Esto, a su vez, podría reflejarse en la aplicación de unas condiciones menos favorables para la concesión de préstamos, lo que induciría un descenso de la demanda. Dados los vínculos endógenos existentes entre los diferentes factores determinantes de los préstamos y créditos bancarios, los enfoques empíricos para diferenciarlos únicamente pueden servir de aproximación¹⁷.

5 INFORMACIÓN QUE APORTA EL ANÁLISIS MONETARIO EN RELACIÓN CON EL COMPORTAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO

Para comprender bien los factores que influyen en el crédito bancario, es conveniente situar el análisis en un contexto más amplio y tomar también en consideración la detallada información disponible sobre la financiación y el desapalancamiento de las entidades de crédito obtenida del balance de las IFM y que se analiza habitualmente como parte del análisis monetario. En esta sección se consideran estos dos aspectos.

LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Para realizar un seguimiento de la financiación de las entidades de crédito, como se explica en el recuadro titulado «El enfoque agregado frente al enfoque

16 Véanse también los recuadros titulados «El patrón cíclico de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras en la zona del euro», en el Boletín Mensual de junio de 2007, y «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

17 Para un debate detallado de la oferta de préstamos desde la perspectiva de la política monetaria, véase el artículo titulado «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

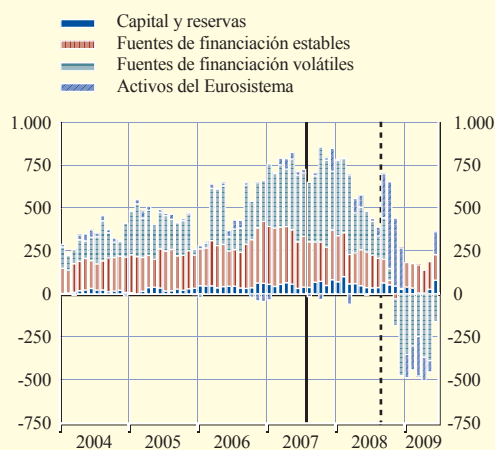
consolidado del balance de las IFM en el contexto de las turbulencias financieras», el enfoque agregado del balance de este sector tiene contenido informativo porque permite identificar las posiciones que mantienen frente a otras IFM. Este análisis detallado va más allá del seguimiento de los agregados monetarios, aunque forma parte integral del análisis monetario general que se realiza habitualmente.

Las entidades de crédito financian sus balances de manera estratificada, empezando por el capital y las reservas. Los depósitos y los valores distintos de acciones a largo plazo que mantienen el sector tenedor de dinero y los no residentes, en la medida en que son una fuente de financiación «estable» o a largo plazo, forman el siguiente nivel. Una última fuente de financiación incluye diversos pasivos a más corto plazo, como los valores distintos de acciones a corto plazo y los depósitos de intermediarios financieros no monetarios, que se contraen de manera dinámica para cubrir necesidades asociadas a los flujos de caja que se originan con rapidez y que tienden a ser «volátiles». En el gráfico 8 se presenta la evolución de estas fuentes de financiación y se muestra que antes del comienzo de las turbulencias, la volatilidad había pasado a desempeñar un papel dominante. Por ejemplo, las perturbaciones afectaron negativamente a la previsibilidad de los flujos de caja, lo que a su vez, generó necesidades de financiación adicional. En la fase inicial de las turbulencias, parece que esta demanda adicional se satisfizo a través de un mayor recurso a fuentes de financiación a corto plazo, y aunque la financiación de fuentes estables parece haber resistido bastante bien tras la quiebra de Lehman Brothers, no pudo ampliarse lo suficiente como para compensar la retirada de la financiación a corto plazo, lo que llevó a Eurosistema a intervenir y a proporcionar inmediatamente los fondos necesarios.

Otra opción para cubrir necesidades de financiación es liquidar activos ya existentes en lugar de contraer nuevos pasivos. En el período anterior al comienzo de las turbulencias, las ventas y las titulaciones de activos se habían convertido en una fuente de financiación de creciente importancia. Las turbulencias en los mercados financieros provocaron la paralización de estos mercados. No obstante, la información obtenida de las estadísticas del

Gráfico 8 Principales pasivos de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Notas: El sector informador comprende las IFM, excluido el Eurosistema. Entre las fuentes de financiación estables se incluyen los depósitos de los sectores no financieros, excluida la Administración Central, los depósitos a más largo plazo de los intermediarios financieros no monetarios, los depósitos de agentes no bancarios no residentes y los valores distintos de acciones a más de un año de las IFM. Las fuentes de financiación volátiles incluyen los depósitos de las IFM, excluido el Eurosistema, los depósitos a corto plazo de los intermediarios financieros no monetarios, los depósitos de las Administraciones Centrales, los depósitos de entidades de crédito no residentes y los valores distintos de acciones hasta un año de las IFM. La línea vertical señala el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

balance de las IFM indica que las entidades de crédito continuaron titulizando activos para acumular activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema, lo que llevó a la «titulización retenida». La abundante financiación proporcionada por el Eurosistema también sustituyó, en cierta medida, a la financiación obtenida por las IFM a través de operaciones de titulización en los mercados. El análisis monetario identificó el carácter cambiante de estas operaciones¹⁸, que se refleja en el hecho de que, durante el período de turbulencias en los mercados financieros, las adquisiciones de las IFM de valores emitidos por OIF se situaron muy próximas a una medida *proxy* de las actividades de titulización, mientras que en el período anterior, cuando los mercados todavía estaban activos, había

¹⁸ Véase el recuadro titulado «El impacto de la titulización fuera de balance o real tradicional sobre la evolución reciente de los préstamos concedidos por las IFM», en el Boletín Mensual de septiembre de 2008.

una discrepancia visible, ya que las adquisiciones de las IFM fueron inferiores al flujo de titulaciones (véase gráfico 9).

Tras la intensificación de las turbulencias, la financiación de las entidades de crédito también se vio facilitada por las medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro que, entre otras, establecieron programas de avales para los valores distintos de acciones de las IFM¹⁹. Los gráficos 10 y 11 muestran que la concesión de avales públicos para los valores de renta fija bancarios ha favorecido la emisión de valores distintos de acciones por parte de las entidades de crédito, tanto a corto como a largo plazo. Algunos de estos valores han sido adquiridos por las propias IFM, mientras que las instituciones financieras no monetarias, tanto residentes como no residentes en la zona del euro, han reducido sus tenencias. Esto sugeriría que un grupo de entidades se ha beneficiado de la introducción de esta medida. No obstante, en el período transcurrido

desde octubre de 2008, la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro mediante la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por las IFM a las instituciones financieras no monetarias ha sido negativa, y sólo ligeramente positiva para los valores a más largo plazo.

En general, las entidades de crédito han afrontado retos importantes en la financiación de sus abultados balances a medida que las fuentes de financiación volátiles sustentadas en los mercados y en el sector financiero se han agotado. Al mismo tiempo, fuentes más estables en forma de depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras han continuado respaldando el crédito a la economía de la zona del euro.

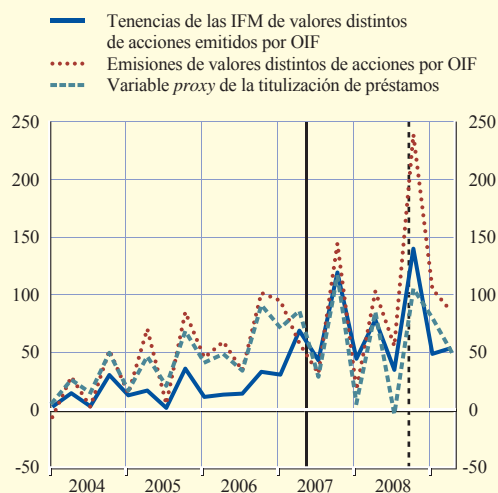
EL PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Un aspecto importante de las turbulencias financieras han sido las presiones que han generado sobre el nivel de capital de las entidades de crédito, por ejemplo como consecuencia de movimientos adversos de los precios de los activos y de insolvencias. Junto con las presiones de financiación, las tensiones relacionadas con el nivel de capital han hecho necesario cierto «desapalancamiento», al menos en algunas entidades. Este proceso puede abarcar diversas estrategias, centradas tanto en el activo como en el pasivo del balance de las entidades.

Por el lado del pasivo, estas estrategias pueden conllevar, entre otras medidas, ampliaciones de capital. Como se ve en el gráfico 8, los flujos hacia el capital y las reservas han aumentado. Los Gobiernos de la zona del euro han apoyado la recapitalización de las entidades de crédito a través de inyecciones de capital. Al mismo tiempo, la evidencia indica que las entidades de crédito de la zona han conseguido incrementar el capital y las reservas por encima de las inyecciones de capital público, bien mediante la captación de capital de agentes no bancarios o porque han mantenido su rentabilidad.

Gráfico 9 Operaciones de titulización en la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



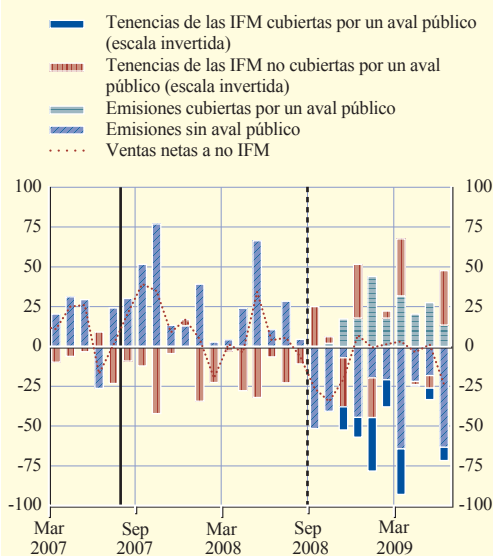
Fuente: BCE.

Notas: La variable proxy de la titulización de préstamos incluye la eliminación de préstamos del balance y los depósitos a más de un año mantenidos por OIF. Estos últimos suelen representar la contabilización de los fondos captados en las operaciones de titulización que no se han dado de baja del balance. Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

19 Véase el recuadro titulado «¿Cómo quedan reflejadas en el balance de las entidades de crédito de la zona del euro las medidas de los Gobiernos en apoyo del sistema financiero?», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

Gráfico 10 Emisiones y adquisiciones de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM

(flujos en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)

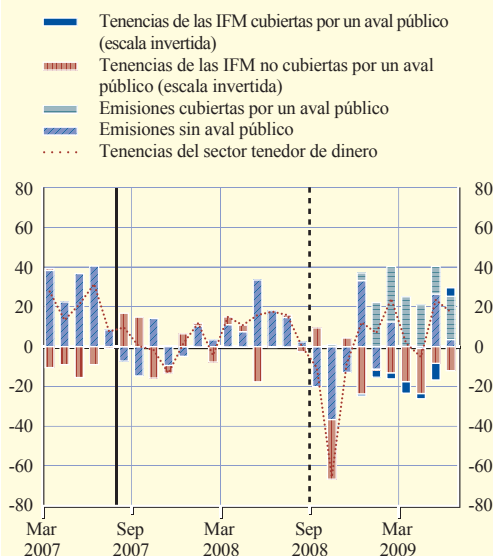


Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

Gráfico 11 Emisiones y adquisiciones de valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM

(flujos en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

Por el lado del activo, entre las estrategias de desapalancamiento se incluye la venta de activos secundarios y la dilución de la concentración de activos de riesgo. Es probable que las entidades de crédito lleven a cabo el desapalancamiento necesario a través de un «orden de preferencia» de activos²⁰. Según el criterio del orden de preferencia, los activos a corto plazo se liquidan primero, seguidos de los préstamos concedidos a entidades de crédito extranjeras, mientras que los activos a largo plazo se liquidan en último lugar²¹.

- 20 Sobre el «orden de preferencia» en la liquidación de activos, véase F. Allen y D. Gale (2000), «Financial contagion», *Journal of Political Economy*, vol. 108, n.º 1, pp. 1-33. La idea de un orden de preferencia también está implícita en la literatura sobre el canal del crédito bancario, que considera que los activos de los balances bancarios son sustitutos imperfectos; véase, por ejemplo, B. Bernanke y A. Blinder (1988), «Credit, money, and aggregate demand», *American Economic Review*, vol. 78, n.º 2, pp. 435-439.
- 21 Para un análisis de los costes de la liquidación prematura, véanse A. Shleifer y R. Vishny (1992), «Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach», *Journal of Finance*, vol. 47, septiembre, pp. 1343-66 y F. Allen y D. Gale (1998), «Optimal financial crises», *Journal of Finance*, vol. 53, agosto, pp. 1245-84.

Recuadro**EL ENFOQUE AGREGADO FRENTE AL ENFOQUE CONSOLIDADO DEL BALANCE DE LAS IFM EN EL CONTEXTO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS**

El análisis monetario del BCE se basa en las estadísticas del balance de las IFM de la zona del euro. Dos presentaciones del citado balance que son objeto de seguimiento como parte del análisis monetario del BCE, el balance consolidado y el balance agregado del sector de las IFM, han demostrado ser informativas y se presentan en este recuadro.

El balance consolidado del sector de las IFM compensa posiciones entre IFM a partir de la suma de los balances de todas las instituciones financieras monetarias de la zona del euro, con el fin de centrar la atención en el crédito total concedido a las instituciones financieras no monetarias y en la financiación recibida de estas últimas. No obstante, en el contexto de las turbulencias financieras, son precisamente las posiciones entre IFM las que han resultado tener interés analítico, y esto ha llevado a prestar mayor atención al balance agregado de las IFM.

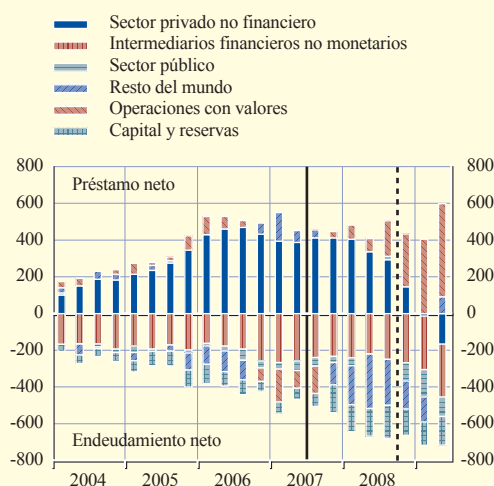
Para ilustrar el papel de intermediación del sector de las IFM de la zona del euro, en el gráfico se presenta, utilizando el balance consolidado de las IFM, el préstamo neto (medido por la diferencia entre los préstamos concedidos y los depósitos recibidos) del sector de las IFM frente a sus principales contrapartidas. El gráfico muestra que las IFM de la zona del euro principalmente prestan fondos al sector privado no financiero y financian este negocio a través de los depósitos captados de intermediarios financieros no monetarios y de las Administraciones Públicas, así como de la emisión de capital y reservas. La financiación obtenida del resto del mundo y la financiación neta en valores (tenencias menos emisiones) tienden a actuar como elementos compensatorios.

El análisis realizado recientemente por Shin¹ ha puesto de relieve la importancia de las dos presentaciones del balance para comprender, a nivel conceptual, los mecanismos que determinan la oferta de crédito de las entidades de crédito al sector no financiero. Este análisis subraya la interacción de tres características del sector bancario. La primera es la distribución del capital por todo el sistema bancario. La segunda es la distribución del apalancamiento (definido como los activos totales en relación con el capital). El crédito total al sector no financiero aumenta cuando se incrementa el capital y el apalancamiento. La tercera característica determinante de la oferta de crédito de las entidades, como se considera en este análisis, es la estructura de vínculos resultante de las posiciones intra-IFM, ya que el activo de una entidad representará un pasivo de otra. Dada la reciprocidad de los activos interbancarios, para que el sistema bancario preste más fondos a agentes no bancarios en términos agregados, tiene que tomar más fondos prestados de agentes no bancarios.

Es importante observar que las ratios de apalancamiento de las entidades individuales pueden aumentar (o disminuir) paralelamente sin que se modifique la ratio de apalancamiento del sector bancario en su conjunto. Ciertamente, los balances de las entidades de crédito pueden expandirse o contraerse en la medida en que las entidades ajustan su capacidad o necesidad de financiación en el interbancario, pero esto no modificará la ratio de apalancamiento a escala consolidada ni a la relación entre la financiación obtenida y otorgada a las instituciones financieras no monetarias. Sin embargo,

Préstamo neto de las IFM de la zona del euro frente a los principales sectores económicos

(flujos anuales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efecto calendario)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: «Operaciones con valores» representa la posición neta entre valores mantenidos y emitidos por entidades de crédito, excluidos capital y reservas. Los «intermediarios financieros no monetarios» comprenden las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no monetarios. Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

¹ H. Shin (2009), «Securitisation and financial stability», *The Economic Journal*, 199, marzo, pp. 309-332.

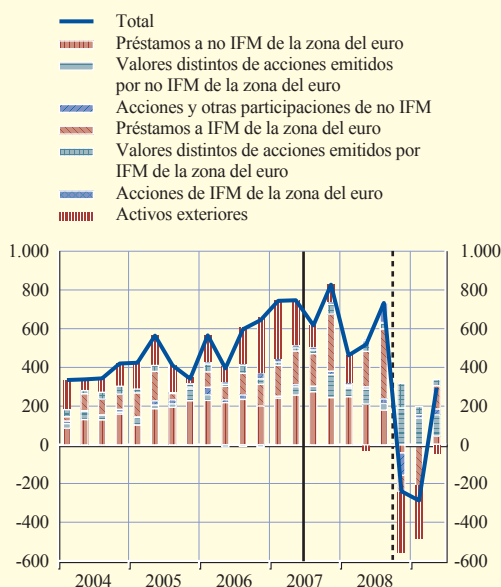
la aparición de restricciones en los préstamos interbancarios para entidades que son prestatarias netas de las instituciones financieras no monetarias obstaculizará la redistribución eficiente a través del sistema bancario de financiación proporcionada por las instituciones financieras no monetarias a otras entidades de crédito.

Tras la intensificación de las turbulencias, la evolución del balance agregado de las IFM de la zona del euro sugiere que han reducido principalmente las posiciones frente a IFM de la zona del euro (véase gráfico 12) y frente a entidades de crédito no residentes (véase gráfico 13). Desde una perspectiva consolidada, un aspecto importante es el hecho de que la expansión del balance está determinada por el volumen de pasivos de las IFM que mantienen agentes no bancarios, del cual el agregado monetario amplio M3 asciende a un 30% y se mantiene estable². Por consiguiente, el análisis monetario «tradicional» que se centra en la evolución de M3 puede proporcionar información valiosa sobre el proceso de desapalancamiento en el sector bancario, como se analiza en la literatura más reciente sobre este tema.

2 Esta ratio se calcula como M3 menos el efectivo en circulación y las participaciones en fondos del mercado monetario en relación con los pasivos totales (haciendo abstracción de otros pasivos) de entidades de crédito.

Gráfico 12 Principales activos de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

maniobra para eliminar préstamos de sus balances. Por tanto, la reducción de los préstamos que mantienen las entidades de crédito sería resultado, principalmente, de la no concesión de nuevos préstamos y de la devolución de préstamos ya existentes.

El modelo bancario de la zona del euro tiene algunas características que pueden añadir una inercia adicional a la evolución de los préstamos. A este respecto, una característica importante es el crédito relacional, ya que las entidades de crédito tendrán en cuenta las relaciones de largo plazo con los clientes al considerar si reducen su negocio crediticio.

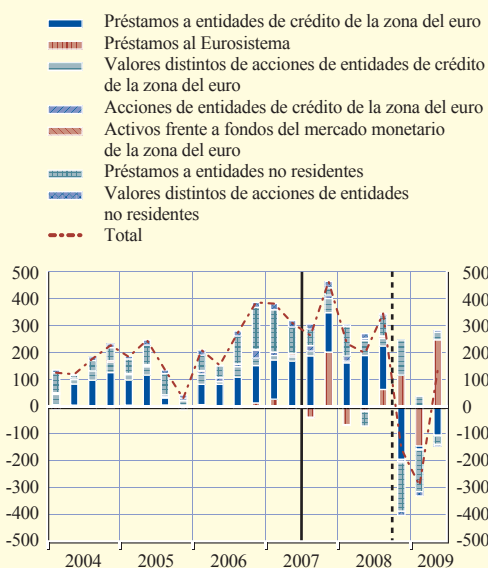
En la fase inicial de las turbulencias financieras, se observó una moderación general del ritmo de acumulación de activos por parte de las entidades de crédito (véase gráfico 12), y el crecimiento del crédito al sector de instituciones financieras no monetarias disminuyó tras haber registrado un máximo en el tercer trimestre de 2007, aunque se mantuvo en un nivel relativamente elevado. Entre otras medidas, las entidades de crédito también redujeron la expansión de sus activos exteriores²². A partir del cuarto trimestre de 2008, tras la inten-

Como los préstamos son activos bastante ilíquidos, particularmente en un entorno de paralización de los mercados de titulización y sindicación, aunque las entidades quisieran, tendrían escaso margen de

22 Para un análisis de la evolución de los balances de las entidades de crédito desde el inicio de las turbulencias hasta el tercer trimestre de 2008, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Gráfico 13 Activos de las entidades de crédito de la zona del euro frente a otras IFM

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados y ajustados de efecto calendario)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

Nota: Las líneas verticales señalan el inicio de las turbulencias en los mercados financieros (línea negra) y su intensificación tras la quiebra de Lehman Brothers (línea negra discontinua).

sificación de las turbulencias, los ajustes de los balances fueron más pronunciados. El endeudamiento de las instituciones financieras no monetarias de la zona del euro cayó de manera apreciable. No obstante, el descenso del flujo de préstamos a las citadas instituciones, que se muestra en el gráfico 12, está sobrevalorado, ya que las entidades de crédito dieron de baja de su balance muchos préstamos en las operaciones de titulización (véase gráfico 9), que permanecieron retenidos y que, por tanto, se tradujeron en un aumento de los flujos de valores distintos de acciones emitidos por instituciones financieras no monetarias mantenidos en entidades de crédito. Además, las IFM han adquirido cantidades considerables de bonos emitidos por los Gobiernos. Estas adquisiciones se vieron favorecidas por consideraciones específicas relativas a los tipos de interés y a los riesgos asociados a las turbulencias financieras²³. La evidencia más reseñable del ajuste es la considerable reducción de los activos exteriores, que en gran parte es atribuible a la disminución de las tenen-

cias frente a entidades de crédito no residentes ubicadas en importantes centros financieros.

El crédito concedido por las entidades de crédito a IFM residentes, que en su mayor parte suele ser a corto plazo, también experimentó una acusada contracción²⁴. No obstante, este descenso aparece infravalorado en el gráfico 12, debido al fuerte aumento de los activos de entidades de crédito de la zona del euro frente al Eurosistema, que también se incluyen en esta posición. El aumento fue paralelo a la provisión de volúmenes sustanciales de liquidez por parte del Eurosistema, ya que algunas entidades acumularon liquidez en sus cuentas en el Eurosistema²⁵. Este efecto se muestra en el gráfico 13, en el que se presenta un detalle de las operaciones de las entidades de crédito con IFM residentes y entidades no residentes. En el gráfico también se ve la reducción general registrada en las distintas clases de activos y por tipo de residencia de los activos frente a otras entidades de crédito²⁶. Esta contracción de las tenencias de activos es la señal más perceptible de la reducción del balance por parte de las entidades de la zona del euro.

En general, la desaceleración observada hasta ahora en los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras ha demostrado ser acorde con regularidades históricas durante el ciclo económico, reflejando la acusada desaceleración de la actividad económica. Al mismo tiempo, los factores relacionados con la financiación y los niveles de capital de las entidades de crédito les están obligando a ajustar el tamaño y la composición de su balance, lo que, no obstante, ha sido perceptible, fundamentalmente, en las reducciones de activos frente a otras entidades de crédito residentes y no residentes.

23 Para un análisis detallado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de la adquisición de deuda pública de la zona del euro por parte de las IFM», en el Boletín Mensual de junio de 2009.

24 Para más información sobre la estructura de vencimientos del mercado monetario de la zona del euro, véase BCE, «Euro money market survey», septiembre de 2008.

25 El marco operativo del Eurosistema garantiza que una inyección de liquidez quede reflejada en los pasivos de las entidades de crédito frente al Eurosistema; véase el recuadro titulado «Impacto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año», en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

26 Las adquisiciones de valores distintos de acciones de las IFM incluyen bonos garantizados por el Gobierno y bonos no garantizados; para una información más detallada, véanse los gráficos 10 y 11.

6 CONCLUSIONES

Los retos analíticos planteados por las turbulencias financieras han puesto de relieve la importancia de un análisis monetario que combina la información basada en modelos con la información obtenida del análisis institucional. Esta última se basa en un conocimiento exhaustivo de los distintos factores que influyen en la evolución del balance de las IFM y es necesaria para valorar adecuadamente la dinámica del agregado monetario amplio y de los agregados crediticios, así como sus consecuencias para la situación macroeconómica en tiempo real. En el contexto de las turbulencias financieras se ha constatado que muchos de los aspectos de la evolución monetaria que suelen considerarse «interferencias» en los datos porque carecen de un vínculo inmediato con los riesgos para la estabilidad de precios, proporcionan información relevante sobre las cuestiones relacionadas con la detección de rupturas en las tendencias monetarias, con los cambios en las condiciones de financiación durante el ciclo económico y con los ajustes que se están produciendo en el sector bancario.

Por lo que respecta a estas preguntas, las conclusiones del análisis monetario durante las turbulencias han sido que, en primer lugar, aunque no puede descartarse completamente la posibilidad de que se haya producido una «ruptura», la moderación observada en la tendencia monetaria ha sido menos pronunciada que la del crecimiento de M3, y apunta a la existencia de presiones inflacionistas

moderadas, pero no a una situación deflacionaria; en segundo lugar, el crecimiento de los préstamos ha sido de carácter predominantemente genuino y, en tercer lugar, las entidades de crédito han ajustado el tamaño y la composición de sus balances, fundamentalmente mediante reducciones de activos frente a otras entidades de crédito residentes y no residentes. La obtención de esta información adicional no exigió modificar la manera en que se realiza el análisis monetario, sino simplemente un aprovechamiento más exhaustivo de toda la información que se genera regularmente.

La necesidad de obtener un conjunto más amplio de conocimientos seguirá siendo un rasgo destacado del análisis monetario, como sucedió, por ejemplo, durante el período en el que se registraron desplazamientos de cartera extraordinarios hacia M3 entre 2001 y 2003, y más recientemente, durante los episodios de turbulencias financieras. A este respecto, cuando hayan disminuido las turbulencias, será necesario valorar si el comportamiento de las entidades de crédito, así como el de los hogares y las empresas, ha cambiado como consecuencia de su experiencia reciente o de cualquier cambio potencial en el marco regulador o en el gobierno corporativo. El detallado análisis institucional realizado en el marco del análisis monetario del BCE ayudará a identificar estos cambios de comportamiento y sus consecuencias para la relación entre el dinero y los agregados crediticios, por un lado, y los precios de consumo, los precios de los activos y la actividad económica, por otro.

LA ÚLTIMA RECESIÓN EN LA ZONA DEL EURO EN UN CONTEXTO HISTÓRICO

ARTÍCULOS

La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico

La última recesión en la zona del euro ha sido la más profunda desde la Gran Depresión de los años treinta, y, dado que se ha caracterizado por un período de crisis financiera, es distinta de otras recesiones más «típicas». En este artículo se resumen sus principales características y se examina la evolución de algunas variables macroeconómicas fundamentales en recesiones anteriores, tanto para un agregado sintético de la zona del euro como para las economías de la OCDE, desde 1970 (un período para el que se dispone de un conjunto completo de datos). La experiencia de crisis financieras anteriores y también el carácter global de la última recesión indican que, probablemente, la economía de la zona del euro sólo se recuperará de forma paulatina. No obstante, cabe la posibilidad de que la incertidumbre siga siendo elevada a lo largo de la senda de recuperación económica.

I INTRODUCCIÓN

En 2008, la zona del euro entró en una recesión especialmente profunda, que se ha convertido en la más grave del área —o, para el período anterior a 1999, la de un agregado sintético de la zona—, desde la Gran Depresión de los años treinta¹. Efectivamente, el deterioro observado en el crecimiento del PIB real de la zona del euro ha sido con diferencia el más acusado y profundo desde 1970, un período para el que se dispone de un conjunto completo de datos (véase gráfico 1). Los factores que condujeron a esta recesión son muchos, pero una característica fundamental que la diferencia de otras ha

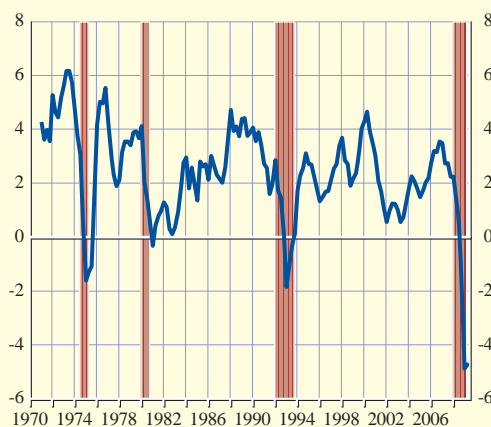
sido la persistencia de la crisis financiera, tras una serie de excesos cometidos en los mercados de activos de todo el mundo. Indudablemente, esta crisis contribuyó decididamente al rápido inicio de la caída generalizada de la actividad, tanto desde el punto de vista geográfico como sectorial. Dada la magnitud de la contracción, la incertidumbre en torno a la posible trayectoria futura de la actividad en la zona del euro ha sido considerable. En este contexto, conviene comparar la situación actual con las recesiones anteriores y analizar, desde una perspectiva histórica, cómo han tendido a materializarse las distintas recuperaciones¹.

En este artículo se resumen las características principales de la última recesión registrada en la zona del euro, y se examina la evolución de algunas variables macroeconómicas fundamentales en recesiones anteriores, tanto para un agregado sintético de la zona como para las economías de la OCDE, desde 1970. Al considerar estos episodios anteriores, el artículo distingue entre las recesiones que se caracterizan por ir acompañadas de crisis financieras y las recesiones de carácter cíclico más típicas. Las crisis financieras son períodos en los que las instituciones financieras y las empresas se encuentran ante graves dificultades para atender a tiempo sus obligaciones financieras, acompañadas, posiblemente, de un gran número de impagos.

Los patrones observados en estos episodios históricos pueden proporcionar una referencia de utilidad para comprender la evolución de los indicadores

Gráfico 1 Crecimiento del PIB real de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat / base de datos del modelo para la zona del euro del BCE de G. Fagan, J. Henry y R. Mestre, «An area-wide model (AWM) para la zona del euro», *Economic Modelling*, vol. 22 (1), enero de 2005, pp. 39-59.
Nota: Las áreas sombreadas en rojo representan las recesiones de la zona del euro definidas por el Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

1 Este artículo se basa en los datos disponibles hasta el 15 de octubre de 2009.

macroeconómicos en los períodos de recuperación. Si bien estos patrones pueden ser clarificadores, existen varias limitaciones a este análisis, entre las que destaca el hecho de que resulta improbable que la historia se repita totalmente, dado el carácter único de las recesiones y las recuperaciones anteriores. Ciertamente, los cambios estructurales efectuados a lo largo del tiempo, junto con las distintas perturbaciones que han afectado a la economía, dan a entender que la recesión más reciente tiene muchas características especiales que no comparte con episodios históricos previos. Dicho esto, la extracción de regularidades empíricas del comportamiento de algunos agregados macroeconómicos durante recuperaciones anteriores puede proporcionar un cierto contexto, e incluso una cierta orientación, sobre la manera en que se podría materializar una recuperación.

Este artículo se organiza como sigue. En primer lugar, se presentan las características de la recesión más reciente registrada en la zona del euro, destacándose las enormes dificultades para prever su intensidad. En segundo lugar, se compara con recesiones anteriores, tanto para un agregado sintético de la zona como para las economías de la OCDE (identificando períodos concretos de crisis en estas economías), registradas a partir de los años setenta. Sobre la base de estas comparaciones, se extraen algunas conclusiones generales sobre la posible forma que puede adoptar la recuperación.

2 ANÁLISIS DE LA ÚLTIMA RECESIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La última recesión en la zona del euro ha sido especialmente acusada en cuanto a la rapidez y la profundidad de la desaceleración de la actividad económica. No obstante, estas características no han sido exclusivas de la zona del euro; de hecho, según distintos indicadores, la economía mundial ha sufrido la crisis más profunda desde la Gran Depresión de los años treinta. Varios elementos han contribuido a esta marcada contracción de la actividad mundial y de la zona del euro. En concreto, ha comportado una combinación de factores macroeconómicos, sucesos en los mercados finan-

cieros y significativas deficiencias en la arquitectura regulatoria y supervisora, que prepararon el terreno para una crisis financiera. El sistema financiero tal y como funcionaba en la década anterior a la crisis —con sus incentivos inadecuados y productos excesivamente complejos y con los desequilibrios globales como contexto macroeconómico— entrañaba un grado excesivo de asunción de riesgos. Tras el *boom* de la vivienda registrado en la mayoría de las economías industrializadas, los precios de los inmuebles descendieron de forma pronunciada, se pusieron de manifiesto diversas deficiencias y los inversores perdieron la confianza repentinamente, a medida que se extendía la ola de pánico. Después de años de una excepcional tolerancia al riesgo y de elevados beneficios, el péndulo osciló en dirección contraria, pues los mercados pasaron a ser extremadamente sensibles al riesgo financiero, lo que afectó al precio de todas las clases de activos.

La actividad en la zona del euro creció considerablemente durante el período 2005-2007. No obstante, hacia mediados del 2009, el PIB real de la zona del euro se situaba en torno a un 5% por debajo del máximo alcanzado a principios del 2008². Inicialmente, la contracción fue mayor en Estados Unidos, donde comenzó debido a la necesidad de corregir los excesos cometidos en el mercado de la vivienda. Con todo, los indicadores macroeconómicos de la zona del euro también estaban señalando ya cierta desaceleración en la actividad cuando se inició la crisis financiera en agosto del 2007. Llegado el momento, el ciclo económico de la zona del euro siguió en gran medida al de Estados Unidos, prácticamente igual que en ocasiones anteriores (véase recuadro 1).

2 Definir y datar las recesiones no es sencillo. Por ejemplo, el Comité de Datación de los Ciclos Económicos en la Zona del Euro del Centre for Economic Policy Research (CEPR) consideró a comienzos del 2009 que la última recesión en la zona se había iniciado en enero de 2008. Sin embargo, el PIB real únicamente empezó a descender en el segundo trimestre de 2008, una evolución que en aquel momento parecía reflejar, en parte, algunas correcciones del intenso crecimiento observado en el trimestre anterior.

Recuadro I

**RELACIONES DE LA DINÁMICA CÍCLICA DE LA ZONA DEL EURO CON LA DE ESTADOS UNIDOS:
REGULARIDADES HISTÓRICAS EXTRAÍDAS DE COMPARACIONES CON CICLOS ANTERIORES**

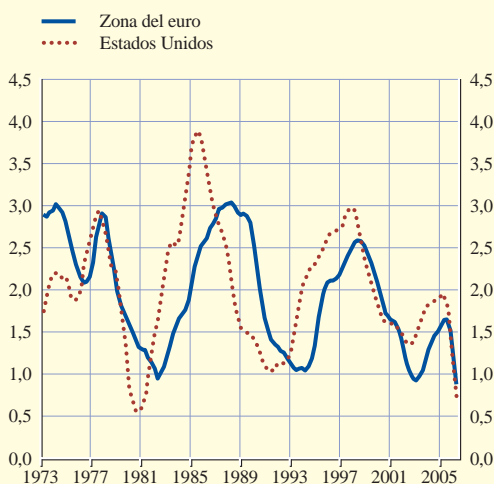
En este recuadro se analizan algunos estudios empíricos sobre las relaciones económicas entre Estados Unidos y la zona del euro. En general, la evidencia de que la actividad económica en Estados Unidos y en las economías de la zona del euro ha estado muy interrelacionada en los últimos 40 años es sólida. Las comparaciones con ciclos económicos anteriores sugieren ciertas regularidades históricas que caracterizan la dinámica cíclica de ambas áreas. En primer lugar mientras que, por lo general, la actividad en Estados Unidos y en la zona del euro está correlacionada, los ciclos de la zona tienden a estar desfasados con respecto a los de Estados Unidos. En segundo lugar, pese a una importante correlación, la dinámica de ajuste es diferente en las dos áreas: la economía estadounidense tiende a recuperarse rápidamente tras haber registrado caídas pronunciadas en la demanda, mientras que, desde un punto de vista histórico, los países de la zona del euro han experimentado recesiones más suaves y recuperaciones más lentas. En tercer lugar, las perturbaciones en Estados Unidos han tendido a globalizarse con el tiempo, al transmitirse al resto del mundo, en general, y a la zona del euro, en particular. Estas tres regularidades empíricas clave identificadas en los estudios económicos se examinan a continuación de forma más detallada.

Correlaciones, adelantos y retardos

La actividad económica en Estados Unidos y en la zona del euro (medida en términos de PIB per cápita) ha estado correlacionado durante los últimos 40 años (véase gráfico A). La evidencia descriptiva sugiere que el ciclo económico en Estados Unidos va por delante del de la zona del euro y que las fluctuaciones en estas dos economías se producen en torno a una tendencia común. Estas dos regularidades empíricas han sido confirmadas por la investigación económica.

Gráfico A Crecimiento del PIB per cápita

(tasas de variación interanual; datos trimestrales; medias móviles centradas de cinco años)



Fuentes: Eurostat y US Bureau of Economic Analysis.

En primer lugar, utilizando un modelo VAR bivariable simple para el PIB de Estados Unidos y de la zona del euro, Giannone y Reichlin (2006) muestran la existencia de relaciones sistemáticas desde 1970 entre la actividad económica de estas dos economías, teniendo el PIB de la zona del euro un retardo cercano a cuatro trimestres con respecto al PIB de Estados Unidos¹. Dees y Vansteenkiste (2007) muestran también que el ciclo de Estados Unidos va por delante del de la zona del euro, pero observan que las recesiones de Estados Unidos se transmiten con más rapidez a la zona del euro que las recuperaciones². En promedio, una recesión en

- 1 Véase D. Giannone y L. Reichlin, «Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?», Documento de Trabajo n.º 595, BCE, 2006.
- 2 Véase S. Dees y I. Vansteenkiste, «The transmission of US cyclical developments to the rest of the world», Documento de Trabajo n.º 798, BCE, 2007.

Estados Unidos tarda dos trimestres en transmitirse a la zona del euro, mientras que, en el caso de una recuperación, tarda seis trimestres. En el pasado, estas estimaciones se han satisfecho en promedio, pero cada recesión es naturalmente algo diferente en términos de sus retardos, su profundidad y su duración.

En segundo lugar, Giannone y Reichlin (2005) y Giannone et ál. (2009) muestran que el PIB real per cápita en Estados Unidos y en la zona del euro comparte una tendencia común³. El nivel del PIB real per cápita en la zona ha sido, en promedio, un 30% más bajo que el de Estados Unidos, y la brecha entre las dos áreas ha revertido a la media en torno a ese valor (véase gráfico B). El test de causalidad de Granger también proporciona evidencia de que la brecha en las tasas de crecimiento no determina el crecimiento futuro de Estados Unidos, pero ayuda a explicar el crecimiento en la zona del euro. Esto confirma el carácter aparentemente «unilateral» de la relación.

Correlación de los ciclos reales y diferencias en el ajuste cíclico

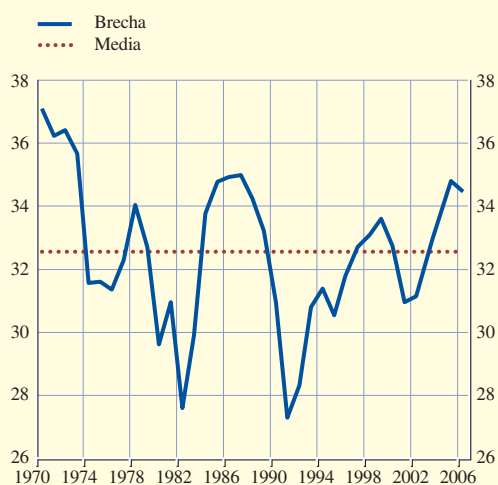
Las dos regularidades empíricas mencionadas anteriormente sugieren que cuando el PIB de la zona del euro y el de los Estados Unidos se desvían de su relación de largo plazo, el ajuste se produce más rápidamente en Estados Unidos, mientras que la zona del euro converge de manera más lenta. Lo anterior queda confirmado en Duval et ál. (2007), quienes observan que —en los países de la zona del euro— el impacto inicial de las perturbaciones comunes sobre la brecha de producción es más reducido que en Estados Unidos, aunque las brechas son más persistentes (véase gráfico⁴). Por lo

3 Véanse D. Giannone y L. Reichlin, «Euro area and US recessions, 1970-2003», en L. Reichlin (ed.) *Euro area business cycle: stylized facts and measurement issues*, CEPR, 2005, y D. Giannone, M. Lenza, y L. Reichlin, «Business cycles in the euro area», Documento de Trabajo n.º 1010, BCE, 2009.

4 Véase R. Duval, J. Elmeskov y L. Vogel, «Structural Policies and Economic Resilience to Shocks», OECD Economics Department Working Paper n.º 567, 2007.

Gráfico B Brecha entre el PIB per cápita en Estados Unidos y en la zona del euro

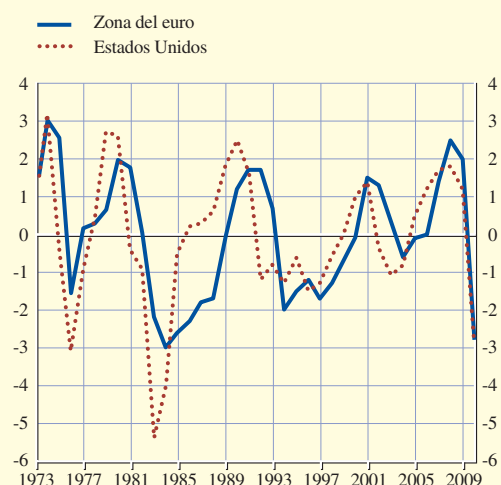
(en puntos porcentuales; medias móviles centradas de cinco años)



Fuente: Giannone, Lenza y Reichlin, 2009.
Notas: El gráfico representa la diferencia entre los nivel logarítmicos del PIB per cápita en Estados Unidos y en la zona del euro en el período 1970-2006.

Gráfico C Brechas de producción

(producto en porcentaje de su nivel potencial estimado)



Fuente: Comisión Europea (AMECO).
Notas: La serie de la zona del euro se refiere a los 12 países que pertenecían a la zona del euro en 2005. Las cifras de 2009 relativas a la zona del euro y a Estados Unidos son previsiones de la Comisión Europea.

tanto, la economía estadounidense tiende a recuperarse rápidamente tras haber registrado acusados descensos en la demanda, mientras que, desde una perspectiva histórica, los países de la zona del euro experimentan recesiones más suaves y recuperaciones más lentas.

En general, pese a la evidencia de que existe un componente específico en el ciclo económico de cada área económica⁵, los ciclos reales de Estados Unidos y de la zona del euro siguen estando muy correlacionados. De hecho, también existe correlación entre la actividad en Estados Unidos y un indicador de la actividad en el resto del mundo. Estas correlaciones no reflejan sólo y necesariamente la transmisión de la perturbaciones idiosincrásicas en Estados Unidos, si no que, por el contrario, podrían representar el impacto de perturbaciones de carácter más general. La globalización ha contribuido a aumentar la sincronización de los ciclos económicos.

La globalización y la transmisión de la dinámica cíclica

La mayor integración comercial y financiera ha dado lugar a la sincronización de los ciclos económicos internacionales en el periodo de posguerra. Varios estudios muestran que, con el tiempo, se ha producido un incremento de la sincronización, lo que indica que la globalización promueve la relación económica internacional y aumenta las correlaciones de los ciclos económicos⁶.

Dees y Saint-Guilhem (2009) encuentran evidencia relativa a que, con el tiempo, la evolución cíclica de Estados Unidos ha pasado a ser más global y cada vez más persistente⁷. Esto podría explicarse en parte por el creciente papel de los efectos indirectos —bien a través de terceros países o bien de una transmisión adicional dentro de cada economía— que hace que la evolución cíclica de Estados Unidos sea más global.

En particular, las recesiones que se originan en Estados Unidos tienden a ser profundas y suelen ir acompañadas de una fase contractiva sincronizada y prolongada en todo el mundo. Además, las recesiones sincronizadas a escala internacional duran más y provocan mayores pérdidas de producción que las recesiones que no están sincronizadas⁸. Por último, parece que el comercio internacional tiende a caer significativamente cuando Estados Unidos también está en recesión.

5 Por ejemplo, Stock y Watson (2005) presentan evidencia de la aparición de dos grupos cíclicos, es decir, los países de la zona del euro y los países de habla inglesa. Véase J. Stock y M. Watson, «Understanding changes in International Business Cycle Dynamics», *Journal of the European Economic Association*, 3 (5), 2005, pp. 908-1006.

6 Véanse, por ejemplo, M. A. Kose, C. Otrok y C. H. Whiteman «International Business Cycles: World, Region and Country-Specific Factors», *American Economic Review*, 93 (4), 2003, 1216-1239, y M. J. Artis, y T. Okubo «Globalization and Business Cycle Transmission», CEPR Discussion Papers 7041, 2008.

7 Véase S. Dees y A. Saint-Guilhem «The role of the United States in the global economy and its evolution over time», Documento de Trabajo n.º 1034, BCE, 2009.

8 Véase FMI, «From Recession to Recovery; How Soon and How Strong?», *Perspectivas de la Economía Mundial*, capítulo 3, abril de 2009.

Más en general, la desaceleración pasó rápidamente a ser mundial. A ello contribuyó el hecho de que, a pesar de la crisis financiera, los precios del petróleo alcanzaron máximos históricos a mediados de 2008, frenando significativamente la actividad macroeconómica. La situación empeoró sensiblemente en el verano de 2008, cuando los Gobiernos se vieron obligados a prestar una ayuda

sustancial a distintas instituciones financieras de Estados Unidos y de la zona del euro, y se agravó aún más en septiembre de 2008. Tras la quiebra de Lehman Brothers, los mercados financieros se paralizaron, el crédito interbancario se congeló, los diferenciales de crédito registraron niveles máximos y la confianza se derrumbó. Dada la creciente integración de las economías, estos efectos se ex-

tendieron rápidamente por todo el mundo, acentuando la desaceleración del ritmo de la actividad, que ya era pronunciada. La confianza empeoró de forma repentina prácticamente en todos los sectores y regiones, en lo que parecía ser un pánico generalizado. Como las expectativas sobre la actividad económica futura se revisaron a la baja de forma considerable, la demanda agregada disminuyó sensiblemente, como consecuencia de una masiva desacumulación de existencias y de una caída del gasto en inversión, lo que contribuyó a que se produjera una contracción extraordinariamente importante del comercio internacional (véase recuadro 2). En paralelo, las tasas de ahorro de los hogares se incrementaron debido a la reacción de las familias a la reducción del valor de sus activos y a un entorno más incierto. En última instancia, a causa de su elevado nivel de apertura y del gran tamaño de su sector manufacturero, la economía de la zona del euro se vio muy castigada. Dentro de la zona, los países que más sufrieron fueron los que habían experimentado un considerable *boom* inmobiliario.

La rápida y espectacular contracción del ritmo de actividad económica supuso que la mayoría de los analistas cometieran errores de predicción excepcionalmente grandes, por lo que las previsiones para 2009 se deterioraron de forma continuada, desde unas perspectivas de crecimiento cercanas al 2% a comienzos de 2008, hasta unas perspectivas de una fuerte contracción, comprendida entre el 4% y el 5%, a mediados de 2009 (véase gráfico 2)³. Dos factores, en particular, contribuyeron poderosamente a la magnitud de los errores de predicción durante este período. En primer lugar, la incertidumbre alcanzó niveles nunca vistos al entrar la mayoría de los indicadores en territorio desconocido. En consecuencia, las empresas y los hogares ajustaron su comportamiento de una manera tan inauditamente brusca que las herramientas habituales basadas en relaciones anteriores o en aproximaciones lineales del comportamiento económico no lo recogieron.

³ La persistencia de una incertidumbre excepcionalmente elevada en torno a las expectativas a corto plazo de la zona del euro se explica en el recuadro titulado «Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

Recuadro 2

FACTORES DETERMINANTES DEL CARÁCTER SINCRÓNICO E INTERNACIONAL DE LA ÚLTIMA RECESIÓN

Antes de que se iniciara la última recesión mundial, la opinión generalizada era que la economía internacional podía «disociarse» de la recesión en Estados Unidos, dado que esta perturbación era específica a este país. Efectivamente, al comienzo de la crisis financiera a mediados del 2007, los mercados emergentes no parecían estar muy afectados. No obstante, más tarde, la recesión económica mundial pasó a ser muy profunda y la dinámica cíclica a escala internacional, a estar muy sincronizada con la de Estados Unidos. Aunque la perturbación se originó inicialmente en este país, actuó de detonante de las vulnerabilidades que eran comunes a todos los países y regiones, incluidos los altos niveles de apalancamiento y de infravaloración del riesgo. Así pues, el carácter de la perturbación fue mundial y su transmisión provocó una recesión sincronizada. Varios factores habían propiciado esta evolución. En este recuadro se tratan de explicar cuatro factores especialmente importantes: la caída sincronizada de la producción manufacturera y del comercio internacional; las cadenas de producción internacionales y la contracción del comercio internacional; la sincronización y los mercados financieros, y las relaciones entre la confianza.

La caída sincronizada de la producción manufacturera y del comercio internacional

En la recesión más reciente se produjo una corrección excepcionalmente intensa de la actividad industrial (véase gráfico A). La conjunción de las correcciones en los mercados de la vivienda, el ajuste de la renta de los hogares y las dificultades de obtener financiación a corto plazo contribuyó al

desplome de la demanda de bienes duraderos (especialmente, en el sector del automóvil), que representa un porcentaje importante de la producción manufacturera. El proceso de ajuste de las existencias en todo el mundo agravó aún más la dinámica de la recesión, provocando una contracción aguda y sincronizada de la producción industrial.

Ello condujo, asimismo, a un ajuste del comercio muy fuerte, produciéndose una caída del comercio internacional a un ritmo sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial (véase gráfico B). El comercio internacional se redujo un 17% entre octubre de 2008 y mayo de 2009, con lo que, en el período de varios meses, retornó a los niveles de 2005.

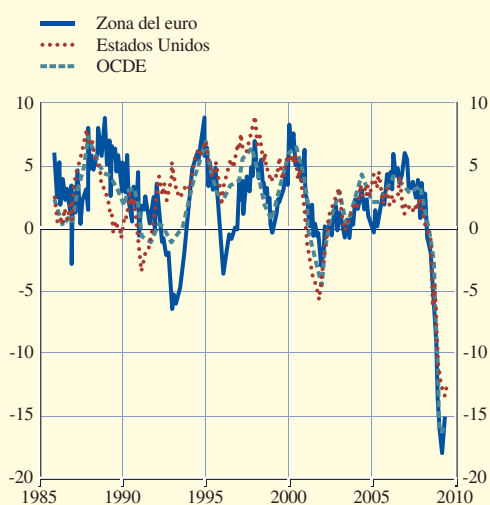
Cadenas de producción internacionales y contracción del comercio internacional

Aunque la acusada contracción observada en el comercio internacional a finales de 2008 y a comienzos de 2009 estuvo relacionada, en parte, con factores especiales, como la escasez de financiación para el comercio, la mayor presencia de las cadenas de producción mundiales en el comercio internacional puede haber actuado de mecanismo de propagación. En el caso de perturbaciones con un importante contenido mundial, las cadenas de producción internacionales cada vez más complejas pueden ampliar el efecto sobre la actividad a través de una contracción más pronunciada del comercio, pues los bienes se fabrican ahora mediante complejas redes internacionales, de modo que los países se han ido convirtiendo en nodos de estas cadenas de producción.

Las cadenas de producción podrían haber agravado realmente el reciente desplome del comercio. Con el acceso a la financiación cada vez más limitado, los compradores parecen, en general, haberse vuelto más restrictivos a la hora de proporcionar financiación a lo largo de la cadena de producción. Esto puede haber causado interrupciones o cuellos de botella en la cadena de producción, dañando

Gráfico A Producción industrial

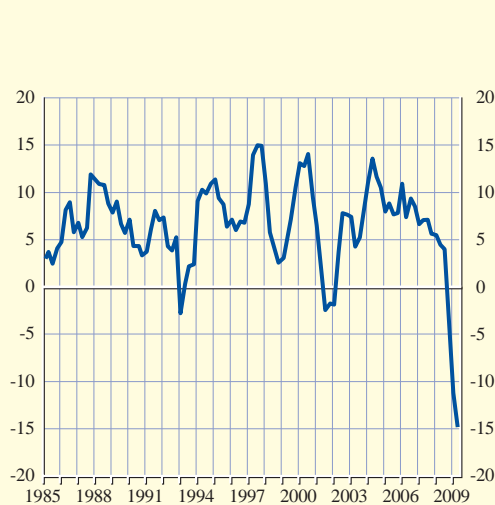
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Reserva Federal.

Gráfico B Importaciones mundiales, en términos reales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: FMI, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) y cálculos del BCE.



también con ello la producción, el flujo de caja, los planes financieros y las exportaciones de los productores situados al final de la cadena. Además, la reducción de la producción (o incluso la quiebra) por parte de algunos importantes agentes internacionales, que suelen ser compradores monopsonistas de productos especializados, puede haber dejado a los proveedores menos diversificados de tales productos en una situación difícil¹.

Sincronización y mercados financieros

Con el tiempo, los mercados financieros también han pasado a estar más interrelacionados, como indica el aumento del volumen bruto de flujos de capital y la diversidad de su composición, junto con la mayor correlación de los mercados bursátiles (véase gráfico C). En el episodio actual en particular, la innovación financiera permitió, en Estados Unidos, que las hipotecas se convirtieran, mediante la titulización, en bonos de titulización de activos, que se vendieron en parte a inversores internacionales sin que la calificación de dichos productos reflejara plenamente sus riesgos inherentes. Ello permitió que riesgos específicos de Estados Unidos se extendieran por todo el mundo, dando lugar a una transmisión especialmente intensa de los problemas de crédito hipotecario de Estados Unidos al resto del mundo².

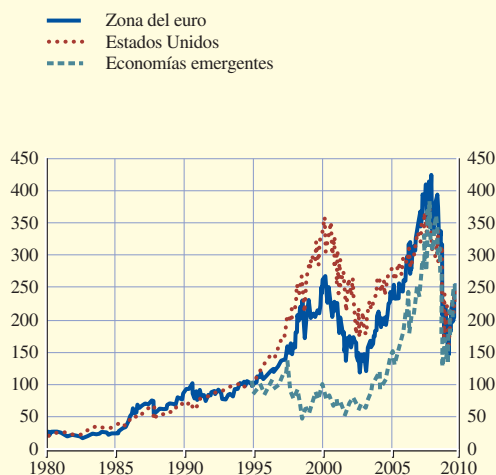
Relaciones entre la confianza

Por último, como se muestra en el gráfico D para Estados Unidos y la zona del euro, es posible que, con el tiempo, las relaciones existentes entre las economías en lo que respecta a la confianza hayan pasado a ser más estrechas: la correlación entre la confianza de los consumidores en la zona del euro

- 1 Por ejemplo, una caída de las ventas de automóviles en Alemania va acompañada de un descenso 2,2 veces mayor de las compras de consumos intermedios en muchos otros sectores (véase Deutsche Bundesbank, «The macroeconomic repercussions of a decline in demand for cars, taking into account the inter-sectoral integration of production», Monthly Report, febrero de 2009).
- 2 Véase M. Hoffmann y T. Nitschka, «Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing», Institute for Empirical Research in Economics Working Paper n.º 376, 2008.

Gráfico C Índices bursátiles

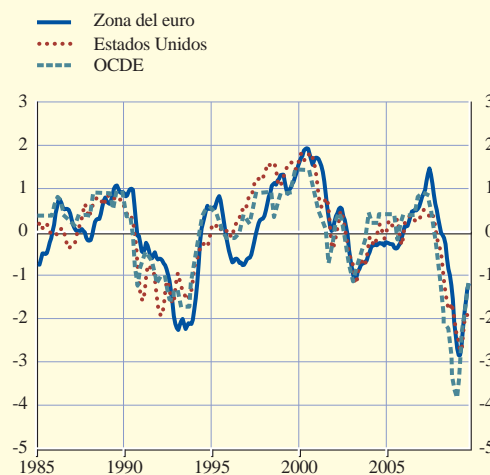
(1 de enero de 1995 = 100)



Fuente: Datastream.

Gráfico D Encuesta de confianza de los consumidores

(índices normalizados)



Fuentes: OCDE, Comisión Europea y Conference Board.

y en Estados Unidos pasó de 0,68, en el período 1985-1999, a 0,90 desde enero de 2000 a abril de 2009³. El creciente y elevado grado de sincronización podría reflejar, hasta cierto punto, el hecho de que las noticias se difunden por todo el mundo con más rapidez que en el pasado, y que las noticias poco favorables sobre la situación en el exterior afectan más intensamente a la confianza interna. Junto con una mayor integración comercial y financiera, las relaciones entre la confianza pueden haber generado una mayor sincronización de los ciclos económicos de las distintas economías y una mayor sensibilidad a las perturbaciones comunes (véase recuadro 1).

3 Para un análisis más detallado de la creciente correlación entre la confianza empresarial y de los consumidores en Estados Unidos y la zona del euro, véanse R. Anderton y F. di Mauro, «The external dimension of the euro area: stylised facts and initial findings», en F. di Mauro y R. Anderton (eds), *The External Dimension of the Euro Area: Assessing the Linkages*, Cambridge University Press, 2007, y también R. Anderton, F. di Mauro y F. Moneta, «Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital, flows and other international economic linkages», Documento Ocasional n.º 12, BCE, 2004.

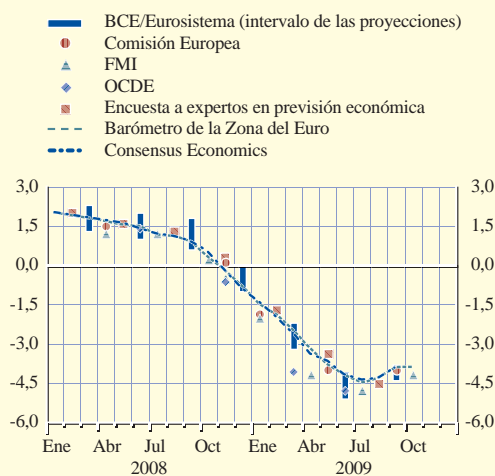
En segundo lugar, la relación histórica tan estrecha entre los indicadores de opinión de alta frecuencia y los datos de contabilidad nacional parece haberse roto durante el periodo de crisis, como muestra en el gráfico 3 la importante brecha existente entre el índice agregado de producción PMI y los datos del PIB real entre el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009. Los indicadores de opinión, como el índice de directores de compras, que se construyen como saldos, señalan habitualmente lo generalizados que están los cambios en la actividad, pero no son necesariamente un buen indicador de su profun-

dididad. Ya que algunos sectores se vieron especialmente castigados por la crisis, sobre todo el de bienes de equipo, la relación lineal entre encuestas y actividad en que se basa la mayoría de las herramientas de predicción ya no proporcionan una buena aproximación.

La intensidad y la gravedad de las tensiones financieras y los cambios en el equilibrio de los riesgos para la estabilidad de precios han provocado respuestas enérgicas de política macroeconómica. Cuando la liquidez en los mercados monetarios se

Gráfico 2 Evolución de las previsiones sobre el crecimiento del PIB real en la zona del euro en 2009

(tasas de variación interanual)

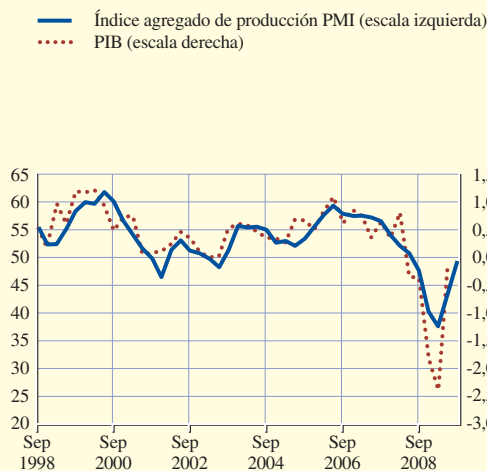


Fuentes: BCE, Comisión Europea, FMI, OCDE, Barómetro de la Zona del Euro y Consensus Economics.

Nota: El eje de abscisas muestra las fechas en que se publicaron las distintas estimaciones.

Gráfico 3 Índice agregado de producción PMI y crecimiento intertrimestral del PIB real en la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral e índice)



Fuentes: Eurostat y Markit.

vio muy mermada en agosto de 2007, el Eurosistema reaccionó con rapidez para asegurar que el riesgo de liquidez no provocara una importante crisis financiera sistémica. Reaccionó, fundamentalmente, modificando el calendario y el vencimiento de sus operaciones de inyección de liquidez, para acomodar las necesidades de financiación de los bancos.

Posteriormente, en respuesta al agravamiento de la incertidumbre en los mercados financieros en el otoño de 2008, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una serie de medidas no convencionales para respaldar la transmisión de sus decisiones relativas a los tipos de interés y mejorar el flujo de crédito a hogares y empresas. Con este mayor respaldo al crédito, el Consejo de Gobierno, en particular, amplió las oportunidades de los bancos para financiarse en el Eurosistema.

Al tiempo que adoptó estas medidas no convencionales, el Consejo de Gobierno también redujo con rapidez sus tipos de interés oficiales. Dados los cambios en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios derivados de la evolución económica y monetaria, entre octubre de 2008 y mayo de 2009 el Consejo de Gobierno del BCE recortó sus tipos de interés oficiales 325 puntos básicos, hasta situarlos en niveles nunca vistos desde al menos la Segunda Guerra Mundial en los países que forman parte de la zona del euro. Asimismo se produjo una importante expansión fiscal en la zona del euro, como reflejo de las medidas discrecionales de estímulo fiscal adoptadas en el contexto del plan de recuperación económico europeo y —lo que es más importante— del funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos y del impulso subyacente del crecimiento del gasto. Por último, los Gobiernos llevaron a la práctica una serie de medidas para estabilizar el sistema financiero, que se han reflejado, principalmente en ratios de deuda pública bruta más elevadas y mayores pasivos fiscales contingentes⁴.

3 COMPARACIÓN DE LA ÚLTIMA RECESIÓN CON RECESIONES ANTERIORES

A pesar de las características únicas de la última recesión económica en la zona del euro, una compara-

ción histórica de períodos de recesión y de recuperación anteriores puede arrojar cierta luz sobre la trayectoria histórica media de la actividad económica en torno a los puntos de giro cíclicos. A este fin, en esta sección se examina la evolución de la actividad económica agregada, en términos reales, así como el detalle por el lado del gasto de los principales componentes de la demanda privada, comparándolo con el comportamiento registrado en otras recesiones desde 1970, tanto en la zona del euro y, más en general, en las economías de la OCDE.

Dado el carácter financiero de la última recesión económica en la zona, en esta sección también se tratan períodos anteriores de aumento de las turbulencias financieras en las economías de la OCDE para destacar los perfiles del ajuste en circunstancias tan excepcionales. Concretamente, se diferencian las recesiones «típicas» de las crisis financieras «sistémicas» y «no sistémicas» en la OCDE⁵. Si bien estas comparaciones históricas arrojan cierta luz sobre la dinámica habitual de las recesiones y recuperaciones anteriores, se han de tener en cuenta varias limitaciones, sobre todo el carácter único de cada episodio, a pesar de algunas características comunes⁶. En particular, puede considerarse que las turbulencias financieras registradas desde 2007 son, en gran medida, únicas en el período transcurrido desde la Segunda Guerra Mundial, debido a su carácter internacional. Al mismo tiempo, si se compara con episodios anteriores, se observan importantes diferencias en las decisiones de política macroeconómica adoptadas.

4 Para más información sobre las respuestas de política fiscal adoptadas en la zona del euro con respecto a la crisis financiera, véase el artículo titulado «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

5 Se considera que existen cinco períodos de crisis financieras especialmente graves, que se denominan «sistémicas»: [España (1978-79), Finlandia (1989-93), Suecia (1990-93), Noruega (1988) y Japón (1993)]; todas las demás crisis financieras que se mencionan en este artículo se denominan «no sistémicas». Para un listado completo de episodios caracterizados como crisis sistémicas y no sistémicas, véase el capítulo 3 de la publicación del FMI *Perspectivas de la Economía Mundial*, de abril de 2009.

6 Efectivamente, la última crisis financiera se diferencia en muchos aspectos del grupo de crisis anteriores que se analiza. Véase, por ejemplo, S. Cecchetti, M. Kohler y C. Upper «Financial Crises and Economic Activity», artículo para el Simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City celebrado en Jackson Hole, Wyoming, agosto de 2009.

3.1 ACTIVIDAD GENERAL

La contracción observada en la última recesión en la zona del euro no ha tenido precedentes desde los años setenta. Concretamente, el descenso de la actividad real ha superado el registrado en recesiones anteriores en el caso de un agregado sintético de la zona desde 1970 (véase gráfico 4). Esta recesión se encuentra, asimismo, entre las más graves de todas las recesiones registradas en la OCDE durante el mismo período (véase gráfico 5).

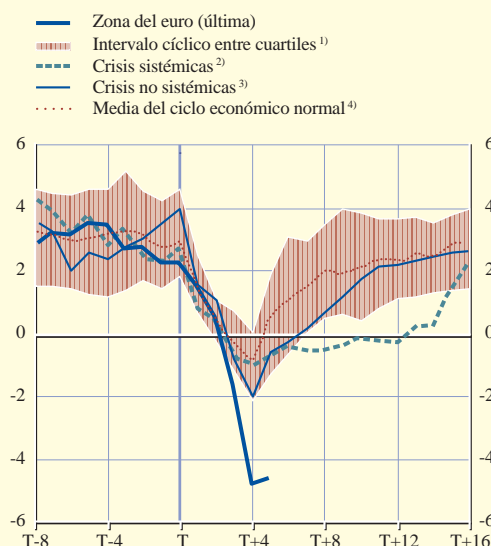
Si se examina el perfil de recuperación medio, parecería que, desde un punto de vista histórico, la profundidad y la duración de las fases contractivas en las recesiones típicas han sido distintas de las de las observadas en las crisis financieras. En los ciclos económicos normales y en las crisis no sistémicas, un acusado descenso de la actividad suele ir seguido de una rápida recuperación, mostrando, por tanto, un perfil en forma de «V». En los ciclos económicos con crisis sistémica, el período de recesión es más prolongado, de modo que el ciclo presenta un perfil con forma de «U»⁷ La última contracción observada en la actividad real de la zona del euro no sólo está asociada a

una crisis financiera en una región concreta, sino a una crisis mundial que es la más profunda en las economías de la OCDE desde 1970. En este contexto, las relaciones pasadas sugerirían que la última contracción de la actividad real en la zona

- 7 Esto es coherente con los resultados relativos a que las recesiones asociadas a contracciones crediticias y a estallidos de los precios de la vivienda en los países de la OCDE han tendido a ser más profundas y prolongadas que otras recesiones registradas en los últimos cincuenta años (véase S. Claessens, M. Kose y M. Terrones, «What Happens During Recessions, Crunches and Busts?», IMF Working Paper n.º 2008).
- 8 La evidencia internacional sugiere que las crisis financieras anteriores se han caracterizado por un descenso considerable y persistente del producto durante las recuperaciones posteriores. Véase el capítulo 4 de la publicación del FMI Perspectivas de la Economía Mundial, de octubre de 2009. Efectivamente, los efectos de la última crisis financiera podrían haber reducido el producto potencial de la zona del euro, como se analiza en el recuadro titulado «Estimaciones del producto potencial de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

Gráfico 5 Crecimiento del PIB real en la zona del euro comparado con recesiones y crisis anteriores en las economías de la OCDE

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat / base de datos del modelo para la zona del euro del BCE (véase Fagan et al., 2005) y Principales Indicadores Económicos de la OCDE.

Notas: T representa el nivel máximo del PIB antes de la recesión. 1) El intervalo cíclico de las recesiones en la OCDE se calcula como el cuartil superior menos el cuartil inferior de todas las recesiones de la OCDE desde 1970.

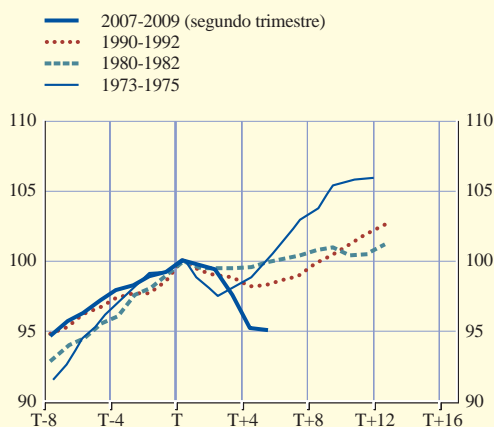
2) Crecimiento medio del PIB real durante las cinco crisis financieras graves, denominadas sistémicas, que se registraron en España, Finlandia, Suecia, Noruega y Japón desde 1970.

3) Crecimiento medio del PIB real durante todas las demás crisis financieras en una selección de países de la OCDE desde 1970.

4) Crecimiento medio del PIB real durante todas las recesiones que no se consideran crisis en países de la OCDE.

Gráfico 4 Patrón de crecimiento del PIB real en las recesiones de la zona del euro

(índice: máximo = 100)



Fuentes: BCE y CEPR.

Nota: T representa el nivel máximo de actividad antes de las recesiones respectivas. Las fechas de los máximos en la zona del euro corresponden al tercer trimestre de 1974, al primer trimestre de 1980, al primer trimestre de 1992 y al primer trimestre de 2008.

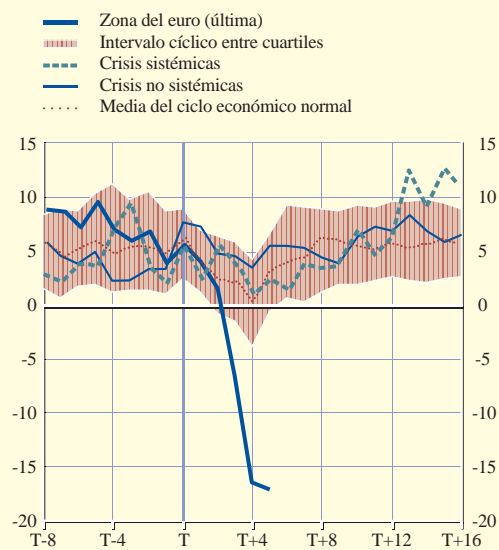
del euro podría estar asociada a una recuperación gradual⁸. Entre los factores conducentes a recuperaciones económicas relativamente más lentas tras crisis financieras podría incluirse un sobreendeudamiento generalizado en todos los sectores institucionales, que provocaría una moderación de la demanda privada en un contexto de flujos de crédito limitados. En términos de la composición, la recuperación de una crisis financiera supone, habitualmente, un ajuste más prolongado de la inversión. Además, los hogares incrementan su ahorro en un intento de reparar su patrimonio afectado por las pérdidas en la vivienda y en la riqueza financiera, lo que implica que el consumo privado sea incluso más débil que el nivel que conllevaría un fuerte aumento del desempleo. En tales circunstancias, el impulso para el crecimiento procedente de la demanda exterior constituye un motor mucho más importante de la recuperación. Cuando la crisis financiera es específica de una pequeña economía abierta, suele ir acompañada de una significativa depreciación del tipo de cambio, y la probabilidad de que se produzca una recuperación impulsada por las exportaciones es mucho mayor. Al contrario de la mayoría de las crisis financieras anteriores, una característica de la última es que ha afectado simultáneamente al sistema financiero mundial y a las economías desarrolladas. Finalmente, como las crisis financieras suelen ir acompañadas de una fuerte expansión presupuestaria, el período posterior se caracteriza por la necesidad de llevar a cabo con decisión una consolidación fiscal.

3.2 EXPORTACIONES Y EL ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El descenso de la actividad económica real de la zona del euro mencionado anteriormente ha tenido una clara contrapartida en el ajuste de los distintos componentes del gasto por el lado de la demanda, pero su efecto ha sido más visible, con mucho, en el ajuste del comercio internacional, especialmente en las exportaciones de la zona del euro. La contracción de las exportaciones, en términos reales, de la última recesión ha superado con creces la de recesiones y crisis financieras anteriores (véase gráfico 6). El descenso de las im-

Gráfico 6 Exportaciones de bienes y servicios

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

portaciones, aunque considerable, fue menor que el de las exportaciones, de manera que la demanda exterior neta supuso un importante lastre para el crecimiento de la zona del euro, desde mediados de 2008 hasta comienzos de 2009. Si bien el pronunciado descenso del comercio internacional sigue siendo difícil de explicar sobre la base de regularidades empíricas pasadas, el carácter sincronizado de la recesión podría haberse visto exacerbado por la integración mundial de la producción durante la última década, así como por otros factores que dieron lugar a una evolución cada vez más sincronizada del comercio (véase recuadro 2). Ni las anteriores recesiones típicas de las economías de la OCDE ni las crisis previas han supuesto fluctuaciones tan pronunciadas de las exportaciones en términos reales.

3.3 GASTO EN INVERSIÓN PRIVADA

Si bien el gasto en inversión privada, en términos reales, durante la última recesión se ha visto más afectado que en el promedio de recesiones anteriores registradas en las economías de la OCDE, el contraste con episodios anteriores no ha sido

tan espectacular como en el comercio internacional (véase gráfico 7). Es probable que gran parte de la moderación que se observa en el gasto en inversión se explique por la reducción de la demanda total, aunque la financiación también ha podido intervenir en la contención de la inversión⁹. Hasta la fecha, la contracción de la inversión privada total no ha sido distinta a la que se observó en las peores recesiones de la OCDE y en las crisis sistémicas registradas en el pasado. La evidencia histórica indica que la inversión privada muestra una prolongada debilidad tras las crisis sistémicas. En promedio, las crisis financieras en la OCDE han supuesto un ajuste excepcionalmente prolongado del gasto en inversión privada en

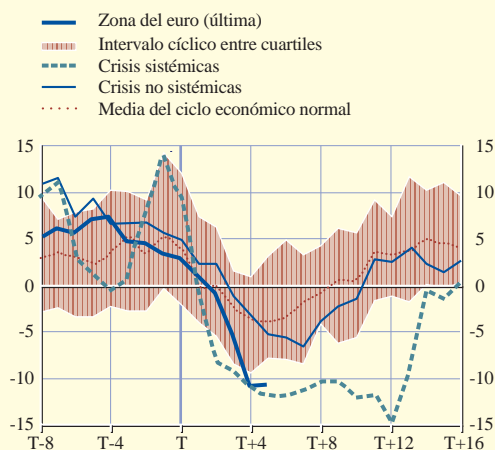
comparación con otras recesiones, y especialmente en inversión en vivienda (véase gráfico 8). Las recuperaciones de la inversión en vivienda posteriores a las crisis sistémicas han tendido a ser muy débiles en comparación con las recesiones típicas en las economías de la OCDE, así como con las crisis no sistémicas, posiblemente como consecuencia de los ajustes registrados en los balances de los sectores financiero y no financiero, asociados a una moderación de la demanda y la oferta de crédito.

En crisis anteriores, parte de la evolución del gasto en inversión privada, así como del gasto en con-

⁹ Véase el recuadro titulado «Inversión de la zona del euro durante la recesión actual», en el Boletín Mensual de julio de 2009.

Gráfico 7 Formación bruta de capital fijo, en términos reales

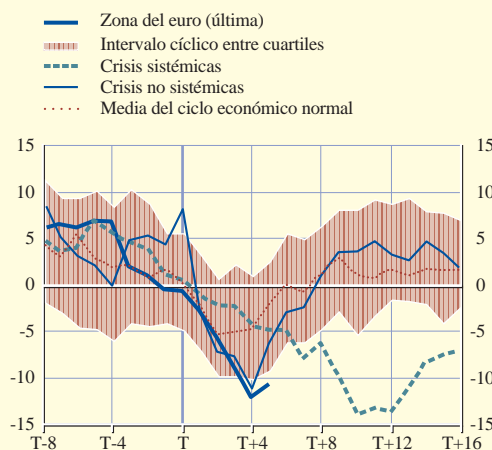
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

Gráfico 8 Inversión en vivienda, en términos reales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

Recuadro 3

EL SECTOR BANCARIO DURANTE LAS CRISIS SISTÉMICAS: LECCIONES DEL PASADO

El sector bancario ha estado en el epicentro de la persistencia de la crisis económica y financiera mundial. En concreto, las enormes pérdidas provocadas por las exposiciones de los bancos a los deteriorados mercados de crédito estructurados, así como la depreciación de sus carteras de préstamos, en el contexto de una recesión cada vez más profunda, han venido amenazando la viabilidad

del sector bancario y su papel crucial en la prestación de servicios financieros a la economía. Los Gobiernos y los bancos centrales han reaccionado antes estos graves problemas adoptando con decisión medidas de gran calado para restablecer la estabilidad y la fortaleza del sector bancario y, por tanto, de la economía en su conjunto. Para evaluar el alcance de la última crisis financiera y el éxito de las distintas medidas de apoyo adoptadas por las autoridades públicas, en este recuadro se compara la evolución de los sectores bancarios en la zona del euro y en Estados Unidos durante la última crisis con la evolución registrada durante crisis financieras y recesiones anteriores en los países de la OCDE.

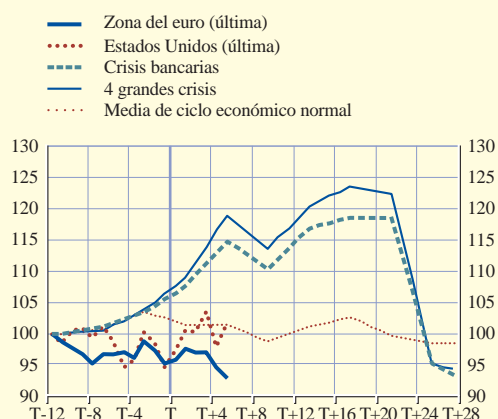
Se compara la evolución media de los indicadores relativos a (i) la capitalización del sistema bancario; (ii) la actividad crediticia del sistema bancario; (iii) la actividad bancaria internacional, y (iv) el tamaño del sistema bancario, en un horizonte temporal en torno a las crisis financieras y las recesiones (véanse gráficos A a D). Con respecto a las crisis financieras, se consideran los episodios que han tenido lugar en los países de la OCDE desde 1979¹.

En cada gráfico se presenta la evolución media de un indicador específico para todas las crisis bancarias de las que se dispone de datos (línea denominada «crisis bancarias») y para las crisis más profundas (línea denominada «4 grandes crisis»). El trimestre en el que comienza la crisis se deno-

1 Las crisis que se consideran en este recuadro son diferentes de las que se analizan en el texto principal, debido a problemas de disponibilidad de datos. Concretamente se incluyen los casos siguientes: Noruega 1987, Estados Unidos 1988, Finlandia 1991, Suecia 1991, Japón 1992, Islandia 1993, Corea 1997, Eslovaquia 1998, Noruega 1987, Finlandia 1991, Suecia 1991 y Japón 1992. Las cuatro últimas crisis se denominan «4 grandes crisis». Ciertamente, algunos observadores argumentan que estas crisis son muy similares a la actual en cuanto a los desequilibrios observados en los momentos anteriores a la crisis y en cuanto a la gravedad de la fase inicial.

Gráfico A Apalancamiento del sector bancario

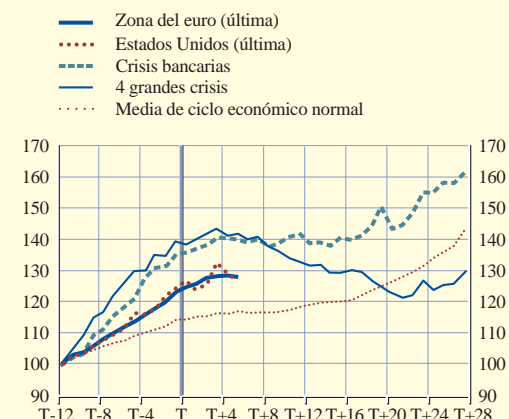
(índice: trimestre T-12 = 100)



Fuentes: OCDE, BCE y Reserva Federal.
 Notas: El apalancamiento se define como la ratio de los activos totales en relación con el capital y las reservas. Los datos de crisis anteriores son datos anuales procedentes de las estadísticas bancarias de la OCDE, que se han convertido a una frecuencia trimestral por interpolación lineal. Para las «crisis bancarias» y las «4 grandes crisis», el trimestre «T» es el comienzo de la crisis; para la media de ciclo económico normal, es el trimestre en el que el PIB alcanza su máximo; para «Estados Unidos (última)» y la «zona del euro (última)», es el primer trimestre de 2008.

Gráfico B Préstamos al sector privado, en términos reales

(índice: trimestre T-12 = 100)



Fuentes: OCDE, BCE y Reserva Federal.
 Nota: Los préstamos están deflactados por el PIB. Véanse también las notas del gráfico A.

mina «T» y se supone que es el primer trimestre del año en el que se desarrolla la crisis². Los gráficos también muestran la evolución de los indicadores durante recesiones cíclicas normales en los países de la OCDE, que no estuvieron acompañadas de perturbaciones de carácter sistémico en el sistema financiero (línea denominada «ciclo normal»). En este caso, el trimestre «T» se refiere al trimestre en el que el PIB alcanzó su máximo. Por último, los gráficos recogen la evolución de los indicadores en la última crisis financiera en Estados Unidos [línea denominada «Estados Unidos (última)»] y en la zona del euro [línea denominada «zona del euro (última)»], refiriéndose el trimestre «T» al primer trimestre de 2008.

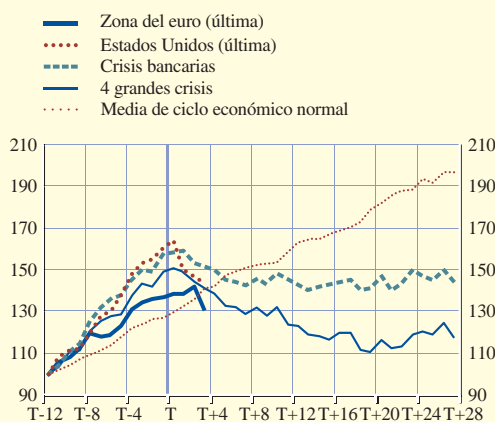
La ratio de apalancamiento (es decir, la ratio de activos totales en relación con el capital y las reservas) que se presenta en el gráfico A suele aumentar durante las crisis financieras, pues la reducción de los activos totales no contrarresta totalmente la reducción del capital, que es atribuible principalmente a las pérdidas registradas. Por el contrario, en recesiones cíclicas normales, el apalancamiento se mantiene prácticamente constante o disminuye. Y, lo que es más interesante, pese a la gravedad de las últimas crisis financieras, la evolución del apalancamiento en los sectores bancarios de Estados Unidos y de la zona del euro ha estado prácticamente en línea con las recesiones «normales». Estos resultados sugieren que las políticas de recapitalización y los avales públicos podrían haber mitigado el impacto de la última crisis financiera³.

2 Según la literatura relevante, este suele ser el año en el que quebraron un gran número de entidades bancarias o en el que el Gobierno se vio obligado a intervenir a gran escala para evitar quiebras y el desplome del sector bancario. A diferencia del texto principal, en el recuadro «T» se define como el momento en que comienza la crisis. Los indicadores bancarios analizados en el recuadro reaccionan rápidamente a la crisis, de modo que la definición de «T» como el momento en el que se inicia la crisis ayuda a distinguir claramente entre la evolución de los indicadores en los momentos anteriores a la crisis y durante su desarrollo.

3 El deterioro de la rentabilidad bancaria en las crisis bancarias es mucho más grave que en ciclos económicos normales (que no se recogen en los gráficos), pues las crisis bancarias dan lugar a pérdidas sistémicas. En las crisis más profundas, las pérdidas duran una media de cuatro años. El fuerte deterioro de la rentabilidad bancaria es un determinante importante del bajo nivel de capitalización bancaria en los años posteriores a la crisis.

Gráfico C Activos y pasivos exteriores de los bancos en moneda local, en términos reales

(índice trimestre T-12 = 100)

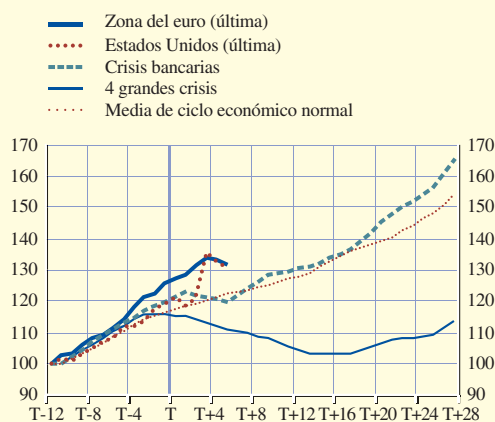


Fuentes: BPI y FMI.

Notas: Los activos y pasivos exteriores se convierten a moneda local y se deflactan por el IPC. La «zona del euro (última)» es la suma de los activos y pasivos internacionales de los 12 países de la zona del euro para los que se dispone de datos en el BPI desde el primer trimestre de 2005 (Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal, y Finlandia). Véanse también las notas del gráfico A.

Gráfico D Activos totales de los bancos, en términos reales

(índice: trimestre T-12 = 100)



Fuentes: OCDE, FMI, BCE y Reserva Federal.

Notas: Los activos están deflactados por el IPC. Los datos correspondientes a crisis anteriores son cifras anuales tomadas de las estadísticas bancarias de la OCDE, que se han convertido a datos trimestrales. Véanse también las notas del gráfico A.

El tamaño de las carteras de préstamos de los bancos, en términos reales (véase gráfico B), se suele estancar durante un período muy prolongado tras las crisis financieras sistémicas. En las cuatro crisis más graves, se redujo, en promedio, durante cuatro años. En la última crisis, la fase inicial ha sido más similar a las recesiones cíclicas normales tanto en Estados Unidos como en la zona del euro.

La actividad bancaria internacional, medida aquí como la suma de los activos y pasivos bancarios internacionales (véase gráfico C) disminuye tras las crisis financieras y luego se paraliza durante varios años. La recuperación se produce, en promedio, después de transcurridos ocho años. Por el contrario, las recesiones cíclicas normales no suelen tener consecuencias visibles para la actividad bancaria internacional. Durante la última crisis financiera, este indicador ha evolucionado en Estados Unidos y en la zona del euro prácticamente en consonancia con crisis financieras anteriores.

Los activos bancarios totales, en términos reales (véase gráfico D), muestran un ligero descenso pasajero tras registrarse crisis bancarias sistémicas. En las cuatro crisis más profundas, los activos totales se redujeron durante un período comprendido entre tres y cuatro años. Las recesiones cíclicas normales no suelen tener consecuencias visibles para los activos totales. En los momentos que precedieron a la última crisis financiera, los activos totales, en términos reales, en Estados Unidos y en la zona del euro crecieron con más rapidez que en anteriores crisis financieras.

Teniendo en cuenta la salvedad de que la crisis financiera típica anterior se obtiene promediando una variedad de episodios y países heterogéneos con distintas estructuras económicas y financieras, la evidencia presentada en el recuadro sugiere que las intervenciones de política económica podrían haber mitigado, en cierta medida, el impacto de la crisis financiera. Pese a ello, la fortaleza financiera del sector bancario exige que se siga efectuando un seguimiento estrecho, pues la experiencia de crisis anteriores sugiere que la debilidad del sistema bancario tiende a ser persistente.

sumo, puede atribuirse al efecto de dichas crisis sobre el sector bancario. Como se indica en el recuadro 3, la experiencia de crisis anteriores muestra que las debilidades asociadas del sistema bancario suelen ser muy duraderas, por lo que conviene hacer un seguimiento estrecho de la evolución relevante y de su efecto macroeconómico.

3.4 GASTO EN CONSUMO PRIVADO Y MERCADO DE TRABAJO

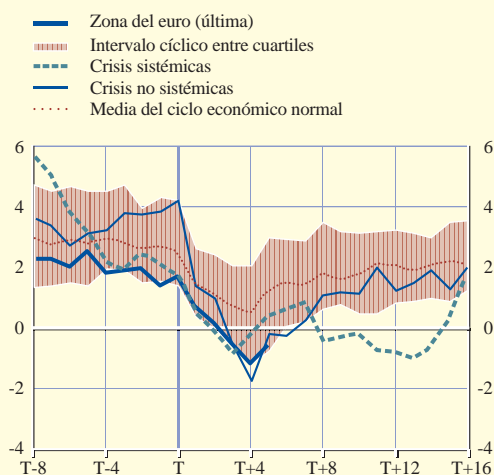
El gasto en consumo privado en la zona del euro se ha moderado considerablemente en la última recesión, lo que parece ser coherente con la experiencia de crisis anteriores, cuando el consumo de los hogares también tendió a debilitarse más que en las recesiones típicas (véase gráfico 9). Dos factores determinan la debilidad del gasto en consumo privado. En primer lugar, la moderación del consumo es atribuible, en parte, a un crecimiento de la tasa de ahorro de los hogares, al incrementar

las familias los ahorros por motivo de precaución, con el fin de financiar pérdidas inesperadas de renta o aumentar el ahorro a lo largo del ciclo vital para subsanar pérdidas patrimoniales¹⁰. De hecho, el grado excepcionalmente elevado de incertidumbre, junto con unos precios de los activos, en general, bajos, contribuyeron a un crecimiento brusco de la tasa de ahorro de los hogares a partir del tercer trimestre de 2008. En segundo lugar, el gasto en consumo privado también se ha visto afectado negativamente por el descenso de la renta de los hogares asociado a la recesión. En particular, el crecimiento del empleo ha caído de forma acusada, al igual que en anteriores crisis financieras

10 Aunque en los últimos años el aumento del valor de las tenencias de activos puede haber sido importante como sustituto del ahorro tradicional de los hogares a lo largo del ciclo vital, este factor parece haber sido más relevante en Estados Unidos que en las grandes economías de la zona del euro. Véase, por ejemplo, P. Hiebert, «Household Saving and Asset Valuations in Selected Industrialised Countries», Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper n.º 7, 2006.

Gráfico 9 Consumo privado, en términos reales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

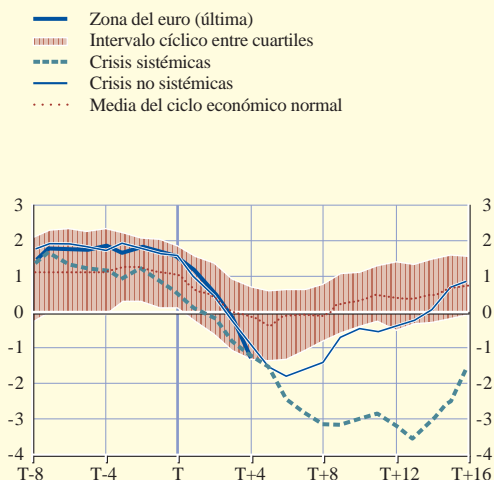
(véase gráfico 10). En crisis sistémicas previas, el empleo siguió siendo muy débil mucho después de que se alcanzara el nivel mínimo de actividad económica, lo que implicaba una tasa de paro que, posteriormente, se mantenía considerablemente por

encima de los niveles anteriores a la crisis. En la última recesión, las empresas atesoraron trabajo, y la reducción de las horas trabajadas por asalariado amortiguó el ajuste del empleo. Si bien lo anterior puede contener el ajuste del empleo en el corto plazo, la experiencia de crisis anteriores sugiere que las crisis financieras suelen ir seguidas de unas mayores correcciones del empleo, sobre todo si las crisis van acompañadas de una acumulación de capacidad productiva en exceso en determinados sectores (como la construcción y el sector financiero en el episodio actual).

Hasta la fecha, la desaceleración de la remuneración de los asalariados, en términos reales, ha sido más moderada en la última recesión que en recesiones anteriores (véase gráfico 11). Esto es atribuible, en parte, al ajuste menos pronunciado del empleo y a la reducción de la inflación, que han contribuido a sostener los salarios reales. También refleja el hecho de que muchos convenios colectivos se firmaron en 2008, en un momento en que las perspectivas económicas eran más favorables y en que la inflación era más elevada. En el pasado, el descenso en el crecimiento de la remuneración, en términos reales, ha sido mucho mayor en

Gráfico 10 Empleo

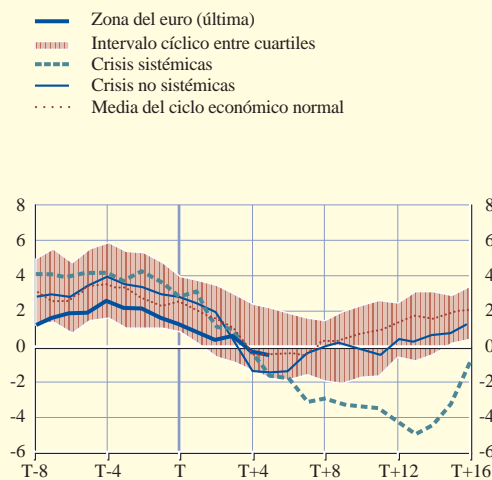
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: Véanse notas del gráfico 5.

Gráfico 11 Remuneración de los asalariados, en términos reales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: BCE y OCDE.
Nota: véanse notas del gráfico 5.

las recesiones que han seguido a una crisis financiera, mostrando la remuneración caídas pronunciadas durante varios años.

Si se examinan las tendencias generales del gasto en consumo privado durante las recuperaciones anteriores, se observaría que la recuperación del gasto de los hogares ha ayudado a sostener la vuelta al crecimiento económico en las recesiones típicas, así como en las crisis no sistémicas. Por el contrario, las crisis sistémicas se han asociado a una debilidad más prolongada del gasto de los hogares, que ha mostrado una dinámica similar a la del gasto en inversión privada. Esta dinámica se deriva, probablemente de factores comunes, tales como el ajuste de los balances y las limitaciones de los flujos de crédito.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha tratado de poner en un contexto histórico la última recesión registrada en la zona del euro, examinando la experiencia de la zona —o de un agregado sintético en el período anterior a enero de 1999— y de otras economías de la OCDE desde 1970, tanto después de recesiones como de crisis. Si bien los perfiles de recesión y de recuperación asociados a estos episodios tienen muchas características únicas, se pueden identificar, sin embargo, determinadas regularidades empíricas. En concreto, el comportamiento de los agregados macroeconómicos durante la última recesión en la zona del euro recuerda de muchas maneras el comportamiento observado durante las últimas crisis financieras registradas en las economías de la OCDE. No obstante, un factor que acentúa la gravedad de la última recesión ha sido la acusada contracción del comercio internacional, que se suma a

los descensos significativos, pero más tradicionales, del consumo privado y del gasto en inversión privada asociados a anteriores episodios de crisis en las economías de la OCDE. La brusca caída del comercio, en términos reales, ha superado con mucho reducciones anteriores observadas en las economías de la OCDE, lo que refleja no sólo el carácter internacional de la última recesión, sino también el aumento de las relaciones interregionales en años recientes, así como cierto deterioro en las finanzas comerciales asociado a la crisis.

Al mismo tiempo, la magnitud y el alcance de la crisis financiera han exigido una respuesta de política macroeconómica contundente. El Eurosistema ha reaccionado con rapidez para mitigar los efectos de la crisis financiera sistémica y ha proporcionado ayudas considerables a los hogares y las empresas. Las medidas adoptadas por los Gobiernos también han prestado un apoyo considerable a la actividad económica y a la estabilidad financiera.

De cara al futuro, el perfil de las recuperaciones posteriores a los períodos de turbulencias financieras anteriores sugiere que, probablemente, la recuperación de la economía de la zona del euro será muy gradual. Sin embargo, es probable que la incertidumbre siga siendo elevada a lo largo de la senda de recuperación económica. De hecho, la última crisis financiera ha generado la necesidad de efectuar ajustes fundamentales en los balances tanto del sector financiero como del sector no financiero, un proceso que frena la demanda y que, habitualmente, tarda un tiempo en concluir. Finalmente, como las crisis financieras suelen ir acompañadas de una fuerte expansión presupuestaria, en el período posterior existe, en general, la necesidad de llevar a cabo un saneamiento presupuestario.

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 déficits/superávits	S55
6.2	Deuda	S56
6.3	Variaciones de la deuda	S57
6.4	Recursos, empleos y déficits/superávits; 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	9,6	9,7	-	9,5	18,8	4,64	3,69
2008 IV	2,7	8,9	8,2	-	7,3	20,1	4,24	3,69
2009 I	5,3	7,3	6,1	-	4,6	26,2	2,01	3,77
II	8,0	5,5	4,4	-	2,1	27,9	1,31	3,99
III	12,3	4,5	2,8	-	0,4	.	0,87	3,64
2009 May	8,0	5,1	3,8	4,1	1,8	28,0	1,28	4,18
Jun	9,4	4,9	3,6	3,5	1,4	26,1	1,23	3,99
Jul	12,2	4,7	3,0	3,1	0,6	27,0	0,97	3,74
Ago	13,6	4,6	2,6	2,5	0,1	24,4	0,86	3,68
Sep	12,8	3,6	1,8	.	-0,3	.	0,77	3,64
Oct	.	.	.	.	.	.	0,74	3,68

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

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

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)	
2007	15,7	46,0	-72,9	151,3	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	113,0	113,6	1,4708
2008 IV	-30,5	-1,9	-61,1	152,7	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 I	-36,6	-7,7	-58,8	129,9	395,7	111,9	112,2	1,3029
II	-17,4	12,5	-0,6	98,1	381,5	113,2	113,4	1,3632
III	.	.	.	.	430,8	114,3	114,2	1,4303
2009 May	-13,0	2,0	6,0	37,9	392,2	113,0	113,2	1,3650
Jun	3,8	6,5	-11,4	42,0	381,5	114,0	114,2	1,4016
Jul	10,7	12,6	8,5	-3,0	386,5	113,8	113,7	1,4088
Ago	-3,5	-0,6	3,8	53,4	428,0	113,9	113,9	1,4268
Sep	.	.	.	.	430,8	115,2	115,0	1,4562
Oct	.	.	.	.	.	116,6	116,3	1,4816

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

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

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período de las series. Véanse las Notas Técnicas para más detalles.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda pública de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- 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 9 Octubre	2009 16 Octubre	2009 23 Octubre	2009 30 Octubre
Oro y derechos en oro	238.167	238.168	238.169	238.169
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	193.681	194.322	195.007	194.720
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	48.937	47.732	44.109	43.030
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.418	15.007	15.313	16.430
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	694.579	691.350	679.583	672.303
Operaciones principales de financiación	62.620	62.265	50.503	49.360
Operaciones de financiación a plazo más largo	631.850	628.967	628.964	622.749
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	85	94	79	139
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	25	24	38	56
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	23.969	22.176	21.115	19.860
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	322.880	324.173	325.438	323.540
Valores mantenidos con fines de política monetaria	17.353	18.299	19.746	20.641
Otros valores	305.527	305.874	305.692	302.899
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.204	36.205	36.205	36.195
Otros activos	228.907	232.255	231.184	234.753
Total activo	1.802.742	1.801.388	1.786.122	1.779.000

2. Pasivo

	2009 9 Octubre	2009 16 Octubre	2009 23 Octubre	2009 30 Octubre
Billetes en circulación	772.263	770.871	768.735	771.610
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	321.317	321.978	300.265	277.334
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	176.524	253.982	219.566	189.499
Facilidad de depósito	144.784	67.995	80.697	87.833
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	9	1	1	1
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	169	312	368	412
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	152.328	158.272	167.352	182.279
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	78.874	70.877	69.651	65.750
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	4.551	3.959	2.456	4.532
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	8.133	9.323	11.043	8.127
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	50.906	50.906	50.906	50.906
Otros pasivos	148.991	149.679	150.135	152.838
Cuentas de revalorización	192.254	192.254	192.254	192.254
Capital y reservas	72.957	72.957	72.957	72.957
Total pasivo	1.802.742	1.801.388	1.786.122	1.779.000

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	
	Nivel	Variación	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable		Nivel	Variación
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	1	2	Nivel	Nivel		6	7
			3	4	5		
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 8 Jul	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	
14	61.565	218	61.565	1,00	-	-	-	-	7	
21	49.803	224	49.803	1,00	-	-	-	-	7	
28	48.660	188	48.660	1,00	-	-	-	-	7	
4 Nov	46.201	170	46.201	1,00	-	-	-	-	7	
Operaciones de financiación a plazo más largo										
2009 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	
14	7.741	19	7.741	1,00	-	-	-	-	28	
29	3.284	25	3.284	1,00	-	-	-	-	91	

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo			Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 6 Oct	Operaciones temporales	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	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1	
10 Feb	Operaciones temporales	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	
13 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	0,74	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 de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se 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 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	18.432,9	9.891,2	818,9	2.436,0	1.204,6	4.082,1
Ago	18.319,0	9.817,8	799,7	2.427,1	1.172,3	4.102,1

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	214,7	1,1	0,0	1,00
10 Nov	211,8	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009 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
13 Oct	421,4	79,1	616,9	0,3	14,3	109,6	12,9	768,8	139,0	-113,1	214,7	1.093,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro 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	2.046,2	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,1
2009 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	2.723,7	1.451,3	17,6	0,7	1.433,1	400,6	332,1	3,3	65,3	-	15,7	518,5	16,4	321,2
Sep ³⁾	2.746,8	1.465,9	17,6	0,7	1.447,7	408,4	336,0	3,3	69,2	-	16,1	517,6	16,6	322,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.440,2	16.893,2	954,5	10.144,4	5.794,2	3.890,6	1.197,1	953,2	1.740,4	93,5	1.293,8	4.878,7	205,7	2.184,7
2008	31.837,2	18.052,0	967,7	10.771,7	6.312,6	4.630,9	1.244,7	1.406,7	1.979,5	98,7	1.199,5	4.754,3	211,5	2.890,1
2009 I	31.752,2	17.913,7	970,6	10.815,0	6.128,1	4.920,1	1.387,3	1.446,9	2.085,8	104,1	1.185,5	4.545,7	215,1	2.867,9
2009 Abr	31.863,3	17.912,4	982,4	10.811,9	6.118,1	4.993,8	1.405,1	1.473,1	2.115,6	104,0	1.217,7	4.610,6	214,0	2.810,9
May	31.532,7	17.864,5	974,7	10.809,4	6.080,4	5.042,6	1.422,0	1.477,4	2.143,2	102,6	1.214,7	4.476,7	214,5	2.617,2
Jun	31.813,5	18.051,1	998,2	10.836,2	6.216,7	5.081,3	1.466,2	1.491,6	2.123,5	95,6	1.198,9	4.431,3	215,2	2.740,2
Jul	31.715,7	17.945,9	998,9	10.799,5	6.147,6	5.106,0	1.475,8	1.489,4	2.140,8	95,3	1.204,8	4.390,3	215,8	2.757,5
Ago	31.498,2	17.783,0	1.003,8	10.734,8	6.044,4	5.104,0	1.475,6	1.492,8	2.135,6	94,8	1.212,8	4.343,4	215,9	2.744,3
Sep ³⁾	31.269,8	17.666,0	994,0	10.774,9	5.897,0	5.111,0	1.501,6	1.491,4	2.118,0	90,6	1.223,0	4.265,3	216,3	2.697,6

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	2.046,2	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	113,9	282,5
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,8	377,8	329,0
2009 I	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	296,0	307,4
2009 Abr	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,2	269,3	319,7
May	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	243,6	306,3
Jun	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	202,6	364,0
Jul	2.734,4	795,1	1.106,7	128,2	20,2	958,2	-	0,1	286,7	187,1	358,8
Ago	2.723,7	790,0	1.097,0	124,0	21,7	951,3	-	0,1	288,6	177,2	370,8
Sep ³⁾	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,2
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.440,2	-	15.082,1	126,9	8.867,5	6.087,7	754,1	4.631,0	1.683,6	4.538,2	2.751,1
2008	31.837,2	-	16.741,8	190,8	9.689,8	6.861,2	825,1	4.848,3	1.767,3	4.402,7	3.251,9
2009 I	31.752,2	-	16.597,4	216,2	9.772,1	6.609,1	885,2	4.936,1	1.778,3	4.349,8	3.205,2
2009 Abr	31.863,3	-	16.630,2	197,2	9.852,4	6.580,6	886,1	4.976,7	1.790,6	4.404,8	3.175,0
May	31.532,7	-	16.553,3	194,4	9.859,9	6.499,0	874,5	5.001,4	1.802,3	4.273,0	3.028,3
Jun	31.813,5	-	16.768,0	227,1	9.913,1	6.627,8	837,5	4.985,0	1.840,0	4.236,8	3.146,1
Jul	31.715,7	-	16.601,4	170,0	9.883,5	6.547,8	853,6	5.009,0	1.854,3	4.198,5	3.199,0
Ago	31.498,2	-	16.444,2	148,9	9.873,2	6.422,2	854,4	5.004,5	1.875,2	4.133,4	3.186,4
Sep ³⁾	31.269,8	-	16.350,0	156,8	9.905,4	6.287,8	829,3	4.961,2	1.881,0	4.081,8	3.166,5

Fuente: BCE.

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

2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro 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	22.316,2	11.117,4	972,3	10.145,1	2.377,3	1.422,2	955,1	882,2	5.274,0	220,9	2.444,3
2008	24.109,4	11.758,6	986,3	10.772,3	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,1	227,2	3.144,4
2009 I	24.154,5	11.804,9	989,3	10.815,6	3.159,5	1.710,1	1.449,4	770,0	5.036,0	230,8	3.153,2
2009 Abr	24.237,2	11.813,0	1.000,5	10.812,5	3.207,0	1.731,6	1.475,4	795,5	5.098,1	229,8	3.093,8
May	23.913,1	11.802,9	992,8	10.810,1	3.224,8	1.744,9	1.479,9	792,9	4.965,5	230,2	2.896,7
Jun	24.078,2	11.852,7	1.015,9	10.836,8	3.287,6	1.793,2	1.494,4	780,7	4.912,0	231,5	3.013,6
Jul	24.031,1	11.816,7	1.016,6	10.800,1	3.296,1	1.803,7	1.492,4	777,7	4.874,0	232,3	3.034,4
Ago	23.945,5	11.756,8	1.021,4	10.735,4	3.303,8	1.807,7	1.496,0	774,1	4.861,9	232,4	3.016,6
Sep ^(p)	23.896,6	11.787,1	1.011,6	10.775,5	3.332,3	1.837,6	1.494,7	790,7	4.782,9	232,9	2.970,7
Operaciones											
2007	2.572,1	1.014,6	-9,9	1.024,5	232,2	-46,3	278,5	55,5	806,4	-0,5	464,4
2008	1.599,7	597,7	12,4	585,3	372,5	58,1	314,5	-56,1	-81,2	-2,1	769,4
2009 II	-228,6	68,4	27,0	41,4	139,7	89,3	50,3	6,0	-63,6	0,6	-380,6
III ^(p)	-147,8	-44,5	-4,2	-40,4	37,2	39,8	-2,6	-5,7	-91,0	1,7	-45,2
2009 Abr	56,5	7,3	11,3	-4,0	48,2	21,2	27,0	21,2	41,2	-1,1	-60,3
May	-217,3	6,6	-7,4	13,9	29,0	20,7	8,3	-3,3	-52,8	0,4	-198,2
Jun	-67,8	54,6	23,1	31,5	62,5	47,5	15,1	-11,9	-52,1	1,2	-122,1
Jul	-51,7	-29,3	0,7	-30,0	3,2	6,2	-3,1	-7,4	-38,7	1,0	19,5
Ago	-96,6	-56,8	4,8	-61,7	6,3	3,5	2,9	-6,9	-22,3	0,1	-17,1
Sep ^(p)	0,5	41,6	-9,7	51,2	27,7	30,1	-2,4	8,7	-30,1	0,6	-47,6

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	22.316,2	638,6	150,8	8.886,6	660,4	2.849,2	1.492,7	4.652,1	3.033,6	-48,0
2008	24.109,4	722,9	259,6	9.706,5	726,1	2.828,6	1.613,4	4.780,5	3.580,9	-109,5
2009 I	24.154,5	719,9	351,8	9.795,4	780,8	2.801,4	1.645,2	4.645,9	3.512,6	-98,9
2009 Abr	24.237,2	729,2	337,5	9.873,9	781,8	2.811,9	1.646,9	4.674,1	3.494,7	-113,1
May	23.913,1	732,0	331,5	9.878,9	771,6	2.808,1	1.657,1	4.516,6	3.334,7	-117,6
Jun	24.078,2	735,0	352,3	9.936,7	741,7	2.806,0	1.690,1	4.439,4	3.510,1	-133,3
Jul	24.031,1	745,5	298,2	9.903,8	758,0	2.807,4	1.698,6	4.385,5	3.557,8	-123,9
Ago	23.945,5	741,2	272,8	9.894,9	759,3	2.803,8	1.709,4	4.310,6	3.557,2	-104,0
Sep ^(p)	23.896,6	740,6	295,2	9.928,3	738,4	2.774,1	1.725,4	4.235,9	3.527,7	-69,3
Operaciones										
2007	2.572,1	45,8	-13,4	838,7	54,5	269,4	150,2	822,4	474,8	-70,4
2008	1.599,7	83,2	106,1	603,9	29,8	-30,2	142,2	81,4	609,1	-25,8
2009 II	-228,6	15,0	0,5	149,5	-20,0	18,4	53,3	-169,6	-238,4	-37,3
III ^(p)	-147,8	5,7	-45,6	5,0	-2,7	-15,1	18,0	-133,8	-44,5	65,2
2009 Abr	56,5	9,3	-14,0	75,5	2,3	5,5	-4,5	7,0	-19,8	-13,7
May	-217,3	2,8	-5,9	17,0	0,6	15,3	11,1	-84,1	-163,3	-11,0
Jun	-67,8	3,0	20,5	56,9	-22,9	-2,4	37,7	-52,5	-55,4	-12,6
Jul	-51,7	10,5	-54,1	-32,6	16,0	0,4	2,7	-51,3	41,4	15,3
Ago	-96,6	-4,3	-14,0	-6,4	1,1	2,2	6,3	-52,7	-46,0	17,3
Sep ^(p)	0,5	-0,5	22,4	44,0	-19,7	-17,6	9,0	-29,7	-39,8	32,5

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)

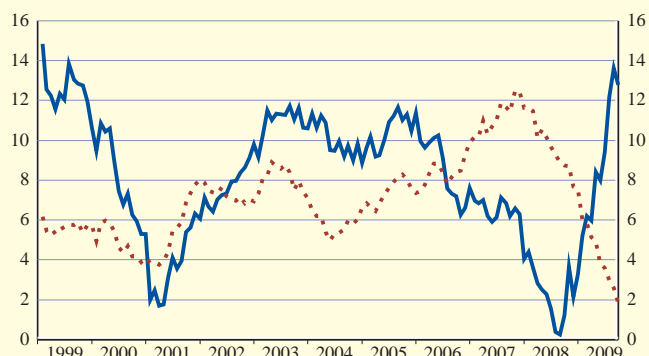
1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	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										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	3.830,5	3.509,8	7.340,3	1.305,8	8.646,1	-	5.968,3	2.416,4	12.009,8	10.162,0	-	596,2
2008	3.974,2	4.035,5	8.009,7	1.376,8	9.386,5	-	6.294,2	2.562,3	12.989,5	10.788,1	-	423,5
2009 I	4.118,8	3.956,5	8.075,3	1.310,9	9.386,2	-	6.443,5	2.687,5	13.034,1	10.813,5	-	390,0
2009 Abr	4.193,5	3.951,9	8.145,4	1.312,9	9.458,3	-	6.468,8	2.712,8	13.013,6	10.797,2	-	453,5
May	4.186,9	3.928,3	8.115,2	1.277,8	9.393,0	-	6.501,1	2.721,9	13.025,1	10.798,9	-	498,9
Jun	4.236,8	3.894,5	8.131,3	1.275,5	9.406,8	-	6.546,5	2.792,5	13.073,3	10.810,1	-	474,1
Jul	4.332,6	3.847,0	8.179,5	1.250,0	9.429,5	-	6.572,9	2.815,3	13.044,4	10.767,3	-	488,5
Ago	4.399,1	3.823,2	8.222,3	1.214,8	9.437,1	-	6.634,6	2.845,0	13.055,3	10.761,4	-	565,2
Sep ⁴⁾	4.403,6	3.784,1	8.187,7	1.227,3	9.415,0	-	6.652,2	2.866,6	13.084,4	10.767,2	-	553,0
Operaciones												
2007	148,8	529,7	678,4	221,5	900,0	-	469,0	-59,6	1.361,8	1.028,4	1.119,7	-17,8
2008	125,3	484,8	610,1	46,4	656,5	-	169,1	70,4	839,1	584,0	745,9	-164,0
2009 II	137,6	-71,6	66,0	-17,9	48,1	-	124,8	111,6	60,3	16,8	35,9	107,5
III ⁴⁾	168,3	-101,0	67,3	-48,4	18,9	-	108,5	69,7	13,2	-22,0	-17,6	47,3
2009 Abr	90,6	-20,3	70,3	2,9	73,2	-	20,3	25,1	-24,4	-17,3	-6,7	63,9
May	-3,1	-16,9	-19,9	-26,1	-46,1	-	55,8	16,7	31,0	18,1	23,9	51,7
Jun	50,1	-34,4	15,7	5,3	20,9	-	48,7	69,8	53,8	16,0	18,8	-8,1
Jul	95,7	-47,2	48,5	-26,7	21,8	-	20,7	18,6	-27,8	-36,1	-34,5	11,3
Ago	67,3	-22,9	44,4	-35,4	9,0	-	63,6	29,2	9,9	-2,9	2,3	44,4
Sep ⁴⁾	5,3	-30,9	-25,6	13,7	-11,9	-	24,3	21,9	31,1	17,0	14,5	-8,4
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	4,0	17,9	10,2	20,2	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	-17,8
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,5	7,5	7,1	2,8	2,9	7,0	5,7	7,2	-164,0
2009 Mar	6,0	6,5	6,2	-1,1	5,1	5,3	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-145,7
2009 Abr	8,4	3,5	6,0	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,6	2,3	3,8	-31,2
May	8,0	2,2	5,1	-3,7	3,8	4,1	4,6	8,2	3,1	1,8	3,3	76,0
Jun	9,4	0,4	4,9	-3,9	3,6	3,5	5,2	10,7	2,9	1,4	2,7	110,5
Jul	12,2	-2,7	4,7	-6,7	3,0	3,1	5,1	10,9	1,8	0,6	1,8	131,5
Ago	13,6	-4,1	4,6	-9,3	2,6	2,5	5,5	11,5	1,1	0,1	1,3	173,1
Sep ⁴⁾	12,8	-5,3	3,6	-8,8	1,8	.	5,6	13,6	1,1	-0,3	0,9	153,0

CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

— M1
- - - M3



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. 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>.

2) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.

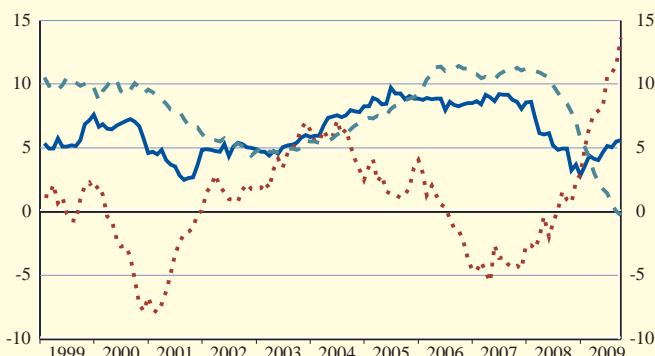
3) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.

4) Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

— Pasivos financieros a más largo plazo
- - - Crédito a las AAPP
- - - Crédito a otros residentes en la zona del euro



2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

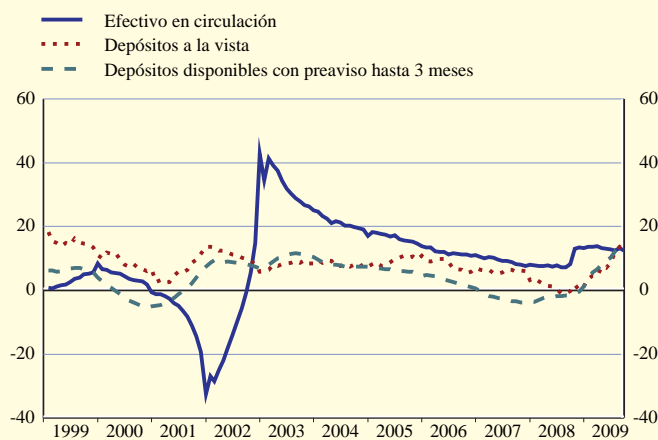
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	3.204,9	1.969,3	1.540,5	307,6	685,9	312,3	2.549,6	119,3	1.812,8	1.486,6
2008	709,9	3.264,3	2.468,5	1.567,0	354,3	755,6	266,8	2.575,5	121,2	1.990,7	1.606,8
2009 I	727,5	3.391,4	2.314,8	1.641,8	340,6	776,0	194,4	2.607,8	124,2	2.071,8	1.639,6
2009 Abr	729,8	3.463,8	2.285,6	1.666,2	338,3	769,1	205,4	2.606,1	125,9	2.087,9	1.648,9
May	730,0	3.456,9	2.249,1	1.679,2	325,4	753,9	198,5	2.602,7	128,2	2.098,2	1.672,0
Jun	734,2	3.502,6	2.199,7	1.694,8	351,3	742,2	182,1	2.607,9	129,4	2.114,0	1.695,3
Jul	733,6	3.599,0	2.125,8	1.721,2	328,9	747,1	174,0	2.618,8	130,9	2.128,9	1.694,3
Ago	742,8	3.656,3	2.081,3	1.741,9	308,2	747,1	159,5	2.637,3	132,2	2.150,9	1.714,2
Sep ^(p)	747,3	3.656,2	2.024,8	1.759,4	326,9	748,7	151,7	2.621,4	133,5	2.176,9	1.720,3
Operaciones											
2007	46,7	102,1	582,2	-52,5	42,1	58,7	120,8	149,4	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,0	464,9	20,0	48,0	33,3	-34,9	6,3	0,6	20,6	141,7
2009 II	6,8	130,8	-125,4	53,8	10,9	-15,0	-13,9	15,4	4,5	40,8	64,1
III ^(p)	13,1	155,2	-165,8	64,7	-24,3	7,2	-31,3	31,2	4,1	65,4	7,8
2009 Abr	2,3	88,3	-45,4	25,1	-2,2	-5,6	10,7	-6,5	1,0	13,7	12,1
May	0,2	-3,3	-30,0	13,1	-12,8	-4,7	-8,7	17,5	2,2	11,9	24,1
Jun	4,2	45,9	-50,0	15,6	25,9	-4,7	-15,9	4,4	1,2	15,2	27,9
Jul	-0,6	96,3	-73,7	26,5	-22,4	4,6	-8,9	10,7	1,5	15,1	-6,6
Ago	9,2	58,1	-43,6	20,7	-20,6	-0,2	-14,6	24,3	1,3	22,7	15,2
Sep ^(p)	4,6	0,8	-48,4	17,5	18,7	2,8	-7,8	-3,8	1,3	27,6	-0,8
Tasas de crecimiento											
2007 Dic	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,2	6,3	9,5	9,7	11,4
2008 Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,5	4,8	-11,6	0,3	0,5	1,1	9,7
2009 Mar	13,8	4,4	6,6	6,6	8,2	4,1	-26,9	0,7	3,7	4,9	9,1
2009 Abr	13,2	7,4	0,5	8,0	3,8	3,1	-20,2	0,1	5,1	5,5	9,1
May	13,1	7,0	-2,6	9,3	2,0	2,6	-27,8	0,4	7,7	5,6	10,5
Jun	12,8	8,7	-6,1	10,3	5,3	2,8	-33,6	0,2	9,3	6,2	12,1
Jul	12,5	12,1	-12,1	12,2	-3,5	3,8	-38,2	-0,1	10,9	6,9	11,2
Ago	13,2	13,7	-15,2	13,6	-7,9	1,9	-41,8	0,6	12,8	7,7	10,7
Sep ^(p)	12,5	12,8	-17,8	14,9	-2,9	3,1	-46,7	0,6	15,0	9,5	8,5

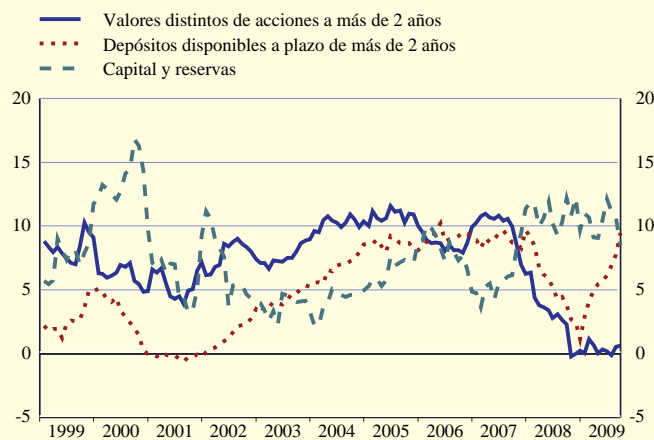
C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

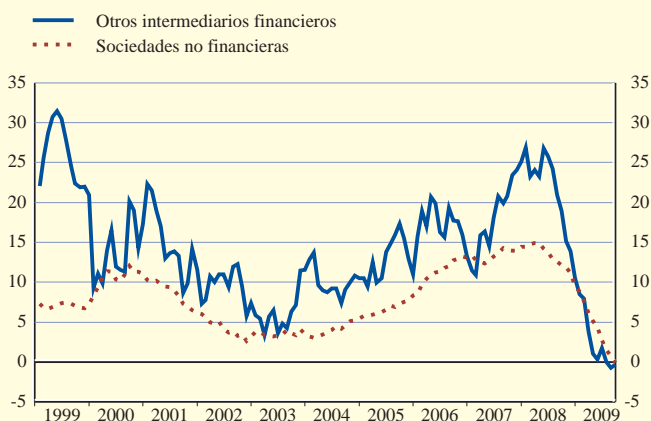
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	107,5	881,5	4.384,1	1.281,1	860,3	2.242,7	4.788,9	616,5	3.425,2	747,1
2008	103,6	978,8	4.823,1	1.381,2	961,6	2.480,3	4.882,6	630,8	3.487,6	764,3
2009 I	102,5	975,5	4.847,0	1.338,5	981,4	2.527,1	4.888,5	640,7	3.486,3	761,5
2009 Abr	101,7	966,7	4.841,3	1.323,2	987,4	2.530,7	4.887,5	635,1	3.487,7	764,7
May	101,7	982,7	4.827,8	1.316,3	982,6	2.528,9	4.886,7	633,6	3.486,2	766,9
Jun	103,3	1.026,8	4.788,7	1.282,7	974,7	2.531,4	4.891,3	635,6	3.487,5	768,2
Jul	97,5	1.012,8	4.764,7	1.250,8	967,8	2.546,0	4.892,4	632,3	3.493,6	766,5
Ago	94,6	1.000,4	4.766,2	1.251,8	962,3	2.552,0	4.900,2	630,7	3.500,9	768,6
Sep ⁴⁾	97,6	1.002,7	4.756,9	1.247,8	955,6	2.553,5	4.910,1	630,5	3.509,8	769,7
Operaciones										
2007	16,7	177,2	554,9	145,2	156,0	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,4	89,7	419,1	87,1	119,9	212,1	79,7	10,5	52,0	17,2
2009 II	2,2	51,7	-41,0	-50,6	-1,3	10,9	3,9	-4,7	2,4	6,2
III ⁴⁾	-5,6	-21,7	-22,2	-31,6	-16,8	26,3	27,5	2,0	21,2	4,3
2009 Abr	-0,9	-10,0	-2,9	-14,7	6,4	5,4	-3,5	-5,6	0,5	1,5
May	0,1	20,0	-4,1	-4,1	-2,1	2,0	2,1	-1,0	0,1	3,0
Jun	2,9	41,7	-34,0	-31,9	-5,7	3,5	5,4	1,9	1,8	1,6
Jul	-5,8	-14,7	-20,9	-31,0	-5,6	15,7	5,4	-0,2	6,5	-0,9
Ago	-2,9	-11,5	2,9	2,1	-6,0	6,8	8,5	0,6	5,9	2,1
Sep ⁴⁾	3,1	4,5	-4,1	-2,7	-5,3	3,8	13,6	1,6	8,8	3,2
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	-4,1	10,2	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Mar	-6,0	3,9	6,1	-0,5	11,0	8,1	0,3	0,8	0,1	1,3
2009 Abr	-2,3	0,9	5,1	-1,8	10,6	7,0	0,0	-0,5	-0,2	1,5
May	-3,3	0,3	4,3	-2,8	9,7	6,3	-0,2	-0,7	-0,5	1,8
Jun	-0,2	1,9	2,7	-5,8	7,1	5,9	0,2	-0,8	0,1	1,4
Jul	-4,2	-0,1	1,5	-8,7	5,9	5,7	0,0	-1,0	-0,1	1,3
Ago	-8,5	-0,7	0,7	-9,3	3,7	5,2	-0,2	-1,0	-0,4	1,3
Sep ⁴⁾	-6,5	-0,3	-0,1	-9,7	2,1	4,5	-0,3	-1,1	-0,6	1,5

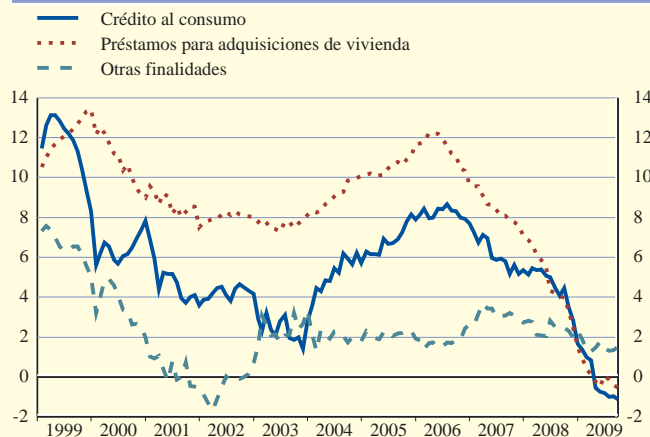
C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C6 Préstamos a hogares 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) 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	92,4	68,6	5,7	18,0	961,2	554,1	169,0	238,0	4.829,4	1.379,1	961,3	2.489,0
2009 I	102,0	75,6	6,2	20,2	991,4	572,3	181,2	237,9	4.842,7	1.335,7	981,9	2.525,1
2009 Jun	107,4	82,8	7,3	17,2	1.026,2	600,3	184,4	241,5	4.803,3	1.296,6	974,8	2.531,9
Jul	100,3	76,2	7,2	17,0	1.010,6	578,0	186,7	245,9	4.785,8	1.265,0	971,0	2.549,8
Ago	94,5	69,6	7,7	17,2	985,7	554,5	184,0	247,2	4.752,9	1.240,0	961,7	2.551,2
Sep ^(p)	97,5	73,1	7,6	16,8	1.014,3	585,5	182,4	246,5	4.745,9	1.241,3	954,9	2.549,6
Operaciones												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,6	144,9	156,1	254,7
2008	-4,0	-3,1	-1,8	0,9	90,5	26,9	21,3	42,4	419,8	86,8	120,0	213,0
2009 II	6,8	7,3	1,1	-1,6	35,2	30,0	1,9	3,3	-22,2	-33,9	-1,7	13,4
III ^(p)	-9,7	-9,7	0,3	-0,4	-9,5	-12,5	-2,6	5,6	-47,8	-52,1	-17,6	21,9
2009 Jun	3,1	3,9	1,7	-2,5	24,8	21,6	1,9	1,4	-18,4	-13,7	-6,3	1,7
Jul	-7,0	-6,6	-0,2	-0,2	-16,3	-22,6	2,1	4,2	-14,4	-30,9	-2,5	18,9
Ago	-5,9	-6,6	0,5	0,2	-24,0	-22,3	-3,4	1,7	-31,5	-23,9	-9,8	2,2
Sep ^(p)	3,1	3,6	-0,1	-0,4	30,8	32,4	-1,2	-0,3	-1,9	2,7	-5,4	0,8
Tasas de crecimiento												
2008 Dic	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,5	5,3	14,4	22,0	9,5	6,8	13,9	9,4
2009 Mar	-5,6	-7,7	-18,0	10,3	3,8	-4,7	20,1	17,2	6,1	-0,5	11,0	8,1
2009 Jun	0,2	0,8	-3,7	0,6	1,8	-4,4	13,9	11,0	2,7	-5,8	7,2	5,9
Jul	-4,2	-5,7	13,1	-2,2	0,0	-6,0	12,7	7,2	1,5	-8,7	5,9	5,7
Ago	-8,5	-11,6	17,1	-3,2	-0,7	-6,8	10,2	7,4	0,7	-9,3	3,7	5,2
Sep ^(p)	-6,3	-8,2	21,2	-6,4	-0,4	-4,8	6,7	6,5	-0,1	-9,7	2,1	4,5

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2008	4.888,7	633,1	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	765,3	155,0	90,5	519,7
2009 I	4.878,9	637,7	136,2	199,8	301,6	3.480,9	16,3	65,6	3.399,0	760,3	150,7	88,7	520,9
2009 Jun	4.899,3	639,1	136,0	198,9	304,2	3.487,4	15,8	64,1	3.407,5	772,8	154,4	88,3	530,1
Jul	4.902,8	636,0	134,8	198,3	302,9	3.499,5	15,8	64,2	3.419,5	767,3	147,1	88,7	531,5
Ago	4.901,7	631,2	133,6	196,6	301,0	3.503,0	15,7	64,1	3.423,2	767,4	146,3	88,1	533,1
Sep ^(p)	4.917,1	632,0	134,6	195,8	301,6	3.515,1	15,7	64,3	3.435,1	770,0	149,0	88,0	532,9
Operaciones													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	227,3	0,9	2,3	224,1	20,1	1,7	4,4	14,0
2008	79,0	10,4	1,0	-9,1	18,6	51,4	1,1	-3,8	54,1	17,2	2,5	-5,3	20,1
2009 II	21,5	1,8	0,1	-0,7	2,3	7,7	-0,8	-1,5	10,1	12,0	4,0	-0,1	8,1
III ^(p)	26,6	0,1	-0,9	-0,3	1,3	26,6	0,0	0,2	26,4	-0,1	-5,0	0,0	4,9
2009 Jun	22,0	6,7	2,9	1,3	2,5	6,8	-0,4	-1,3	8,5	8,5	7,3	-0,4	1,6
Jul	7,8	0,0	-1,1	0,5	0,7	12,5	0,0	0,1	12,4	-4,8	-7,1	0,4	1,9
Ago	-0,3	-2,6	-0,9	-1,6	-0,1	2,2	-0,1	0,0	2,3	0,1	-0,9	-0,5	1,5
Sep ^(p)	19,1	2,6	1,2	0,7	0,7	11,9	0,0	0,2	11,7	4,6	2,9	0,2	1,5
Tasas de crecimiento													
2008 Dic	1,6	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 Mar	0,3	0,8	0,0	-4,6	5,0	0,1	1,0	-9,0	0,3	1,3	-0,2	-7,3	3,5
2009 Jun	0,2	-0,8	-2,3	-5,4	3,1	0,1	-2,4	-11,2	0,3	1,4	-1,7	-5,7	3,8
Jul	0,0	-1,0	-2,7	-5,0	2,5	-0,1	-2,0	-11,2	0,1	1,3	-2,5	-5,0	3,7
Ago	-0,2	-1,0	-1,9	-5,4	2,5	-0,4	-3,2	-11,0	-0,1	1,3	-2,9	-4,5	3,7
Sep ^(p)	-0,3	-1,1	-2,6	-4,4	1,8	-0,5	-8,5	-9,7	-0,3	1,5	-2,8	-3,7	3,8

Fuente: BCE.

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

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

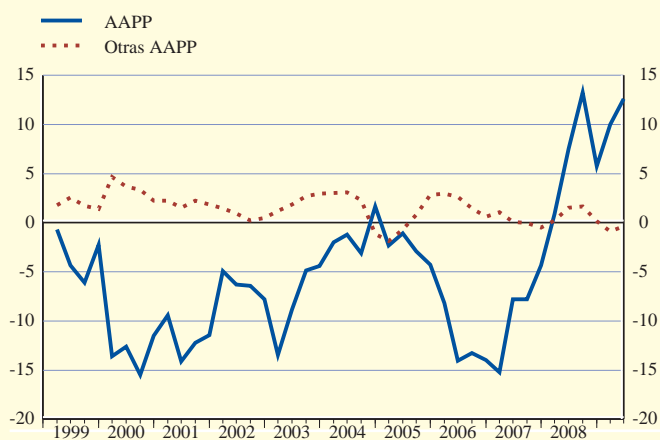
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	494,1	29,4	3.300,1	2.344,5	955,6	59,8	895,8
2008 III	978,8	225,6	210,0	497,9	45,4	3.521,3	2.457,1	1.064,2	61,8	1.002,4
IV	967,7	227,0	210,1	508,4	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 I	970,6	232,8	205,6	511,2	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
II ^(p)	998,2	248,9	206,5	520,4	22,3	2.949,3	2.014,7	932,9	57,0	875,9
Operaciones										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,5	381,4	159,2	0,3	158,9
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,2	-85,8	26,5	0,3	26,2
2008 III	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	86,8	71,7	15,1	-3,4	18,4
IV	-9,5	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-257,6	-182,6	-75,0	-0,7	-74,3
2009 I	2,0	5,4	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
II ^(p)	28,1	16,5	0,9	9,2	1,3	-72,3	-64,1	-9,7	-1,2	-8,5
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	23,9	17,2	-0,1	18,8
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008 Sep	3,4	13,3	-1,9	2,7	9,6	7,8	5,1	14,6	1,5	15,5
Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,7	-3,6	2,9	0,5	3,0
2009 Mar	1,5	10,0	-3,6	3,5	-43,5	-14,3	-16,7	-8,7	-3,6	-9,0
Jun ^(p)	2,6	12,6	-4,1	5,2	-46,9	-13,8	-15,9	-9,1	-7,9	-9,2

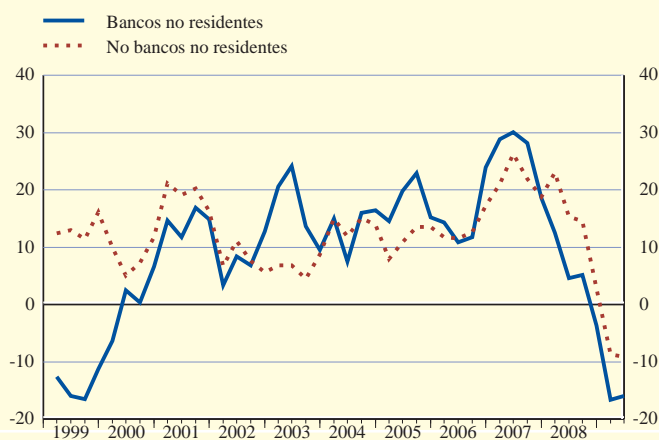
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)

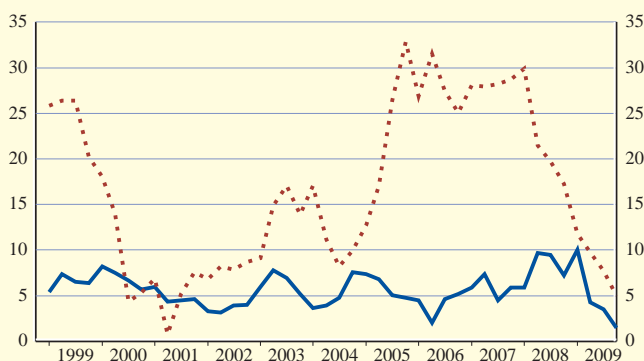
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	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	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.465,0	311,8	345,5	648,1	12,2	0,3	147,1
2008	760,9	83,7	114,1	537,5	1,1	1,5	23,1	1.802,3	320,2	419,8	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 I	760,8	91,5	98,3	545,7	2,3	1,5	21,4	1.839,9	335,4	350,2	905,0	14,4	0,0	234,7
2009 Abr	762,6	89,8	99,5	549,2	1,8	1,5	20,8	1.867,2	327,9	372,0	914,1	15,0	0,0	238,1
May	755,4	83,3	98,6	550,5	1,9	1,5	19,7	1.854,9	310,9	364,0	926,0	14,7	0,0	239,2
Jun	749,4	85,1	91,4	550,6	1,7	1,5	19,0	1.892,3	337,2	342,6	943,3	14,1	0,0	255,0
Jul	748,0	85,8	91,3	550,7	1,8	1,5	16,9	1.854,1	316,8	346,1	945,2	14,6	0,0	231,4
Ago	748,0	86,8	87,9	551,2	1,8	1,5	18,7	1.840,8	305,3	350,3	945,0	14,5	0,1	225,5
Sep ^(p)	741,9	82,9	86,2	550,4	1,9	1,4	19,2	1.866,6	314,7	333,6	950,5	14,4	0,2	253,3
Operaciones														
2007	38,5	0,8	10,4	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	33,9	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	172,3	4,4	71,0	46,6	-0,3	-0,3	51,0
2009 II	-11,3	-6,4	-6,9	4,9	-0,5	0,0	-2,4	56,5	19,5	-20,0	36,8	-0,2	0,0	20,4
III ^(p)	-7,2	-2,1	-5,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	-16,1	-22,6	-1,9	9,5	0,4	0,1	-1,7
2009 Abr	1,7	-1,8	1,1	3,5	-0,5	0,0	-0,6	25,9	8,8	6,5	6,7	0,6	0,0	3,4
May	-6,9	-6,4	-0,8	1,3	0,1	0,0	-1,1	-5,7	-15,6	-4,5	13,4	-0,2	0,0	1,2
Jun	-6,1	1,8	-7,2	0,1	-0,1	0,0	-0,6	36,3	26,2	-22,0	16,8	-0,6	0,0	15,8
Jul	-1,4	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,0	-2,2	-38,0	-20,3	3,5	1,9	0,5	0,0	-23,6
Ago	0,1	1,0	-3,3	0,5	0,0	0,0	1,8	-11,8	-11,2	4,6	0,6	-0,1	0,1	-5,9
Sep ^(p)	-5,9	-3,8	-1,7	-0,8	0,0	-0,1	0,5	33,7	9,0	-10,0	7,0	0,0	0,0	27,8
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	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,7	7,2	-2,5	-	34,6
2009 Mar	4,3	8,8	13,6	2,4	-3,4	-	-2,2	9,7	-1,3	-2,4	13,6	6,3	-	39,4
2009 Abr	4,6	16,4	10,0	2,8	-13,5	-	-8,1	9,1	8,3	-9,0	13,5	4,0	-	31,9
May	4,1	16,4	6,8	2,7	-1,0	-	-9,5	7,6	0,9	-9,1	12,6	14,1	-	32,0
Jun	3,5	12,6	5,3	2,4	-13,3	-	-4,0	7,7	3,7	-14,5	12,7	15,4	-	39,9
Jul	3,4	19,7	2,5	2,2	-3,3	-	-16,0	5,4	9,2	-21,9	12,8	1,7	-	30,3
Ago	4,1	27,1	0,2	2,3	3,7	-	-4,3	4,4	10,7	-24,1	13,5	11,5	-	23,0
Sep ^(p)	1,5	7,5	-6,0	2,3	7,6	-	-5,9	5,0	1,8	-25,4	15,9	24,0	-	36,3

C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



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.

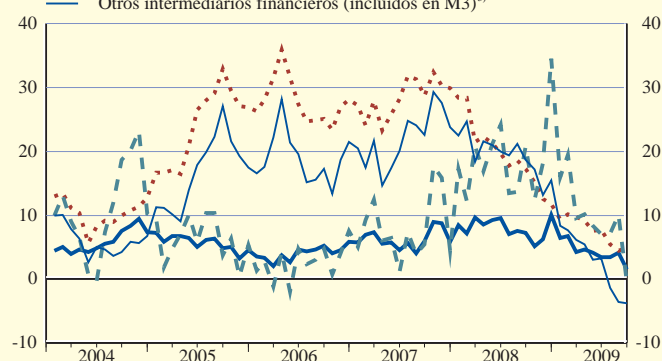
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

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⁾



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)

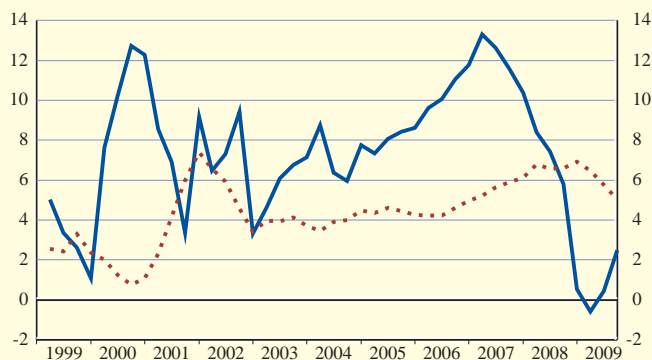
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	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 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	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.504,4	884,4	502,7	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 I	1.477,2	873,3	476,1	70,7	38,0	1,3	17,9	5.446,6	1.899,2	1.281,2	524,4	1.565,5	114,9	61,4
2009 Abr	1.491,2	875,1	480,5	72,0	42,5	1,4	19,7	5.482,2	1.956,5	1.241,9	528,1	1.583,2	115,8	56,8
May	1.501,7	891,4	470,5	72,3	45,8	1,4	20,4	5.497,0	1.985,0	1.214,3	532,0	1.594,2	117,3	54,2
Jun	1.516,9	916,1	459,5	71,9	48,4	1,5	19,6	5.505,7	2.010,8	1.185,5	536,2	1.604,1	118,2	50,9
Jul	1.517,6	912,5	458,8	74,0	52,4	1,5	18,4	5.515,9	2.028,7	1.154,2	544,7	1.618,0	119,4	50,9
Ago	1.528,7	928,1	451,9	76,1	54,7	1,5	16,5	5.507,5	2.032,0	1.121,9	552,7	1.632,7	120,1	48,1
Sep ⁴⁾	1.549,3	950,5	444,9	78,0	57,0	1,5	17,4	5.502,1	2.052,8	1.085,7	561,3	1.637,7	121,4	43,2
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	7,8	-5,0	13,3	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	335,5	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 II	43,4	45,5	-15,6	1,3	10,4	0,1	1,7	59,8	110,9	-94,4	11,8	39,3	2,7	-10,6
III ⁴⁾	34,8	35,7	-13,5	6,2	8,6	0,0	-2,2	-2,5	42,3	-99,1	25,1	33,7	3,1	-7,7
2009 Abr	14,3	2,7	4,0	1,2	4,5	0,0	1,9	34,2	56,2	-39,6	3,7	18,3	0,3	-4,7
May	13,6	17,9	-8,6	0,4	3,3	0,0	0,6	16,9	28,9	-25,9	4,0	11,1	1,4	-2,6
Jun	15,4	24,9	-11,0	-0,4	2,6	0,1	-0,8	8,7	25,8	-28,9	4,2	9,9	1,0	-3,3
Jul	0,8	-3,5	-0,6	2,2	4,0	0,0	-1,2	10,3	17,8	-31,2	8,5	14,0	1,1	0,1
Ago	11,8	15,9	-6,5	2,1	2,3	0,0	-1,9	-8,2	3,4	-32,2	8,0	14,7	0,8	-2,8
Sep ⁴⁾	22,2	23,3	-6,4	1,9	2,3	0,0	0,9	-4,6	21,1	-35,7	8,6	5,0	1,3	-5,0
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	0,5	-0,6	2,8	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Mar	-0,6	1,2	-6,2	13,2	31,2	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,1	-4,6	6,6	4,7	-35,8
2009 Abr	-0,4	2,6	-9,5	13,9	52,2	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,1	7,9	6,2	-41,8
May	-0,8	2,9	-11,7	13,2	65,8	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
Jun	0,4	4,6	-11,4	12,1	76,5	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,6	0,0	9,6	10,5	-48,4
Jul	1,5	7,1	-13,1	12,9	102,7	5,4	-20,0	5,5	13,3	-6,8	2,3	11,3	12,1	-52,5
Ago	2,3	9,6	-15,1	16,2	114,4	5,1	-28,8	5,2	15,1	-11,5	4,0	12,3	14,0	-56,5
Sep ⁴⁾	2,5	8,3	-14,0	20,2	126,2	8,6	-30,8	5,0	15,9	-15,3	6,4	13,3	16,3	-60,1

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



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.

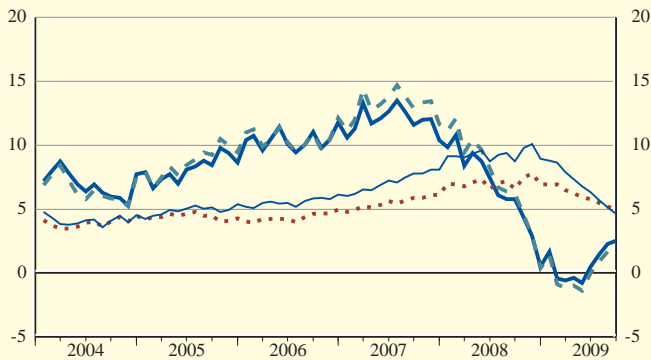
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

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

(tasas de crecimiento interanual)

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



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

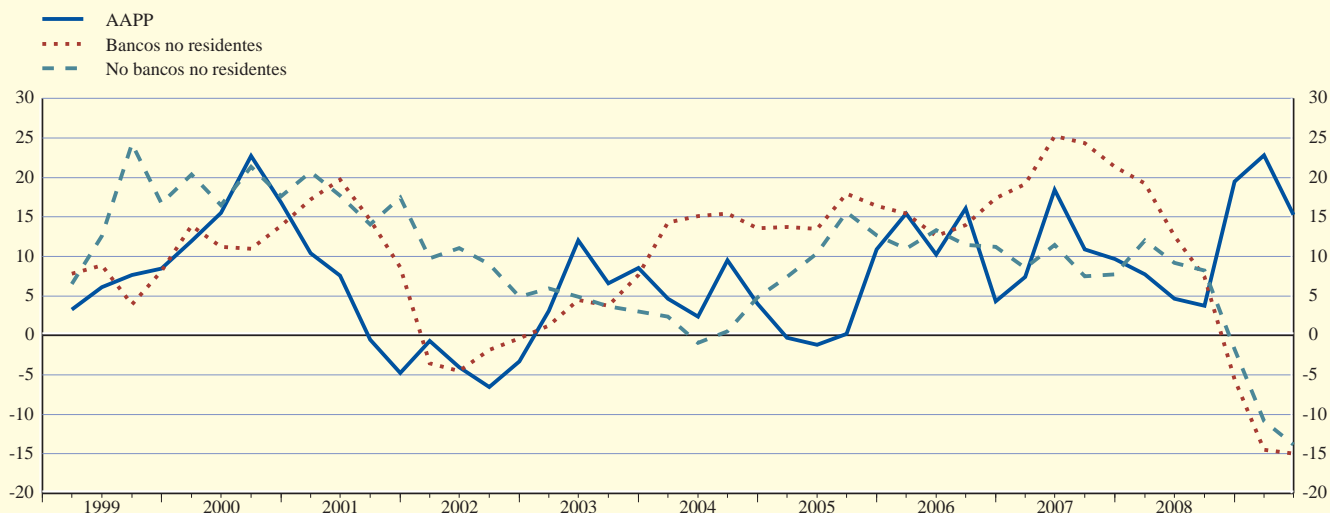
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones realizadas en el período)

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	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.861,8	2.953,6	908,2	143,3	764,8
2008 III	400,7	139,9	61,7	113,5	85,6	4.151,6	3.149,0	1.002,6	141,8	860,7
IV	444,4	190,8	52,3	115,5	85,8	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 I	463,8	216,2	50,6	114,0	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
II ^(p)	476,0	227,1	48,9	118,4	81,5	3.565,2	2.704,5	860,8	62,5	798,3
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,1	542,3	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-184,8	-166,8	-18,0	-36,9	18,9
2008 III	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,7	-15,7	-16,6	0,9	8,7	-7,8
IV	46,2	50,8	-9,2	3,0	1,5	-427,8	-332,1	-95,8	-35,3	-60,4
2009 I	15,6	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
II ^(p)	11,7	10,9	-1,6	4,4	-2,0	-60,8	-48,5	-12,1	-0,8	-11,3
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	21,3	7,7	15,8	6,3
2008 Sep	3,7	-6,8	2,9	8,4	19,0	7,6	7,4	8,2	-1,3	10,0
Dic	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,7	-5,6	-1,8	-25,6	2,6
2009 Mar	22,8	52,6	2,2	5,7	6,5	-13,6	-14,5	-10,9	-24,1	-8,8
Jun ^(p)	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,8	-14,7	-15,0	-13,8	-24,1	-12,3

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.

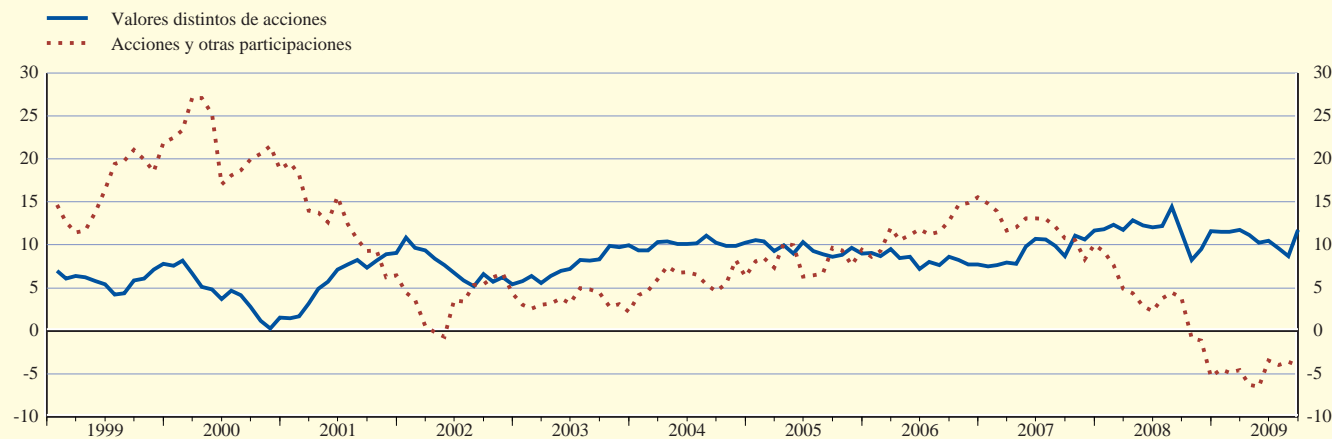
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(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	5.125,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	919,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,1	92,4	1.225,4	19,3	1.355,5	51,2	1.227,5	1.476,9	423,2	776,3	277,4
2009 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	6.285,4	2.016,8	106,7	1.445,8	20,4	1.443,9	47,7	1.204,1	1.475,0	428,3	770,6	276,1
Jul	6.298,0	2.033,1	107,7	1.456,7	19,2	1.440,9	48,5	1.192,0	1.486,6	437,6	767,2	281,8
Ago	6.305,1	2.030,2	105,4	1.457,7	17,9	1.445,5	47,3	1.201,1	1.495,9	449,5	763,3	283,1
Sep ^(p)	6.290,0	2.014,9	103,1	1.483,4	18,1	1.445,3	46,1	1.179,0	1.499,4	443,5	779,4	276,5
Operaciones												
2007	543,7	136,1	18,1	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	597,1	212,4	5,9	36,5	1,9	295,0	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009 II	171,8	34,6	4,1	83,7	0,5	51,7	-1,6	-1,2	16,6	7,2	5,7	3,6
III ^(p)	23,0	-4,7	-0,5	34,7	-1,9	-2,6	-0,5	-1,5	9,1	16,1	-5,7	-1,3
2009 Abr	65,7	31,2	-3,2	17,6	0,1	27,5	-0,3	-7,2	28,6	5,7	21,2	1,8
May	63,8	24,4	6,8	23,1	-0,8	9,6	-1,4	2,2	1,3	4,9	-3,4	-0,3
Jun	42,2	-21,0	0,5	43,0	1,1	14,6	0,2	3,7	-13,3	-3,4	-12,0	2,1
Jul	14,4	18,6	1,0	8,0	-1,2	-3,9	0,5	-8,6	4,4	6,6	-7,4	5,2
Ago	11,7	-4,6	-1,3	0,6	-1,2	3,4	-0,8	15,6	4,0	10,2	-6,9	0,7
Sep ^(p)	-3,1	-18,7	-0,3	26,2	0,5	-2,1	-0,3	-8,5	0,7	-0,8	8,6	-7,1
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	11,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Dic	11,6	12,7	8,1	3,1	9,9	32,2	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Mar	11,7	14,4	10,4	12,5	16,1	30,2	2,8	-5,4	-4,5	0,5	-6,6	-6,4
2009 Abr	11,1	14,9	2,4	12,8	20,0	28,7	-4,2	-7,2	-6,3	0,6	-9,6	-6,6
May	10,3	13,5	1,6	14,0	18,2	26,5	-7,0	-8,2	-6,5	-0,8	-9,3	-6,7
Jun	10,5	11,9	1,4	18,0	19,8	24,5	-5,7	-7,7	-3,4	0,7	-5,5	-4,0
Jul	9,6	11,8	-1,8	18,2	13,6	22,3	-5,5	-9,4	-4,0	2,0	-8,6	0,6
Ago	8,7	10,7	-2,0	18,3	13,7	19,5	-7,1	-9,4	-3,6	5,5	-9,5	0,0
Sep ^(p)	11,8	11,3	3,9	24,3	15,2	22,0	-5,1	-5,8	-4,1	4,3	-8,9	-2,5

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	-1,2	-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	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
Sep ^(p)	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4

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

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

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009 I	-14,1	-0,3	-0,1	-3,2	0,0	-2,9	0,4	-8,1	-16,0	-3,5	-11,5	-1,0
II	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,7	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
2009 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	1,3	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	8,0	1,8	0,1	2,9	0,0	0,6	0,2	2,3	7,3	2,7	4,0	0,5
Ago	4,9	1,5	0,0	0,4	0,0	1,2	0,0	1,8	5,2	1,7	3,0	0,5
Sep ^(p)	4,9	2,9	0,0	-0,6	0,0	1,8	0,0	0,9	3,0	1,0	1,5	0,5

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
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	6.087,7	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.994,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 III	6.749,5	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.469,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
IV	6.861,2	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.880,6	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I	6.609,1	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.988,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
II ^(p)	6.627,8	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.140,2	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	2.953,6	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	908,2	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 III	3.149,0	45,8	54,2	35,1	3,2	2,7	9,8	1.002,6	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
IV	2.816,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,0	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 I	2.786,7	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,0	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
II ^(p)	2.704,5	49,0	51,0	32,8	1,9	2,6	10,9	860,8	51,9	48,1	33,0	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)	5.225,0	83,6	16,4	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	5.794,2	-	-	-	-	-	11.099,0	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 III	6.350,3	-	-	-	-	-	11.783,0	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
IV	6.312,6	-	-	-	-	-	11.739,4	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 I	6.128,1	-	-	-	-	-	11.785,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
II ^(p)	6.216,7	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
A no residentes en la zona del euro														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.344,5	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	955,6	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 III	2.457,1	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.064,2	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
IV	2.282,0	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,8	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 I	2.101,0	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,1	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
II ^(p)	2.014,7	45,5	54,5	29,5	2,9	3,1	13,5	932,9	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	1.740,4	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.150,3	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	1.979,5	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,4	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 I	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,3	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
II ^(p)	2.123,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,3	2.957,9	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	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,3	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 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	580,7	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,8	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 I	597,9	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)	573,0	55,2	44,8	24,8	1,7	1,4	14,4	631,1	33,5	66,5	40,4	4,2	0,9	16,0

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total 1	Depósitos 2	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones 6	Participaciones en fondos de inversión 7	Activo fijo 8	Otros activos 9
			Total 3	Hasta 1 año 4	Más de 1 año 5				
2008 I	5.162,7	365,9	1.858,7	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	1.748,2	148,1	1.600,1	1.411,5	641,9	202,8	333,4
IV	4.231,8	352,0	1.688,2	132,4	1.555,8	1.131,1	566,7	200,9	292,9
2009 I	4.099,2	345,6	1.699,2	121,7	1.577,5	1.043,3	529,8	205,6	275,6
II ^(p)	4.540,1	357,6	1.866,7	120,7	1.746,0	1.239,6	568,0	208,1	300,2

2. Pasivo

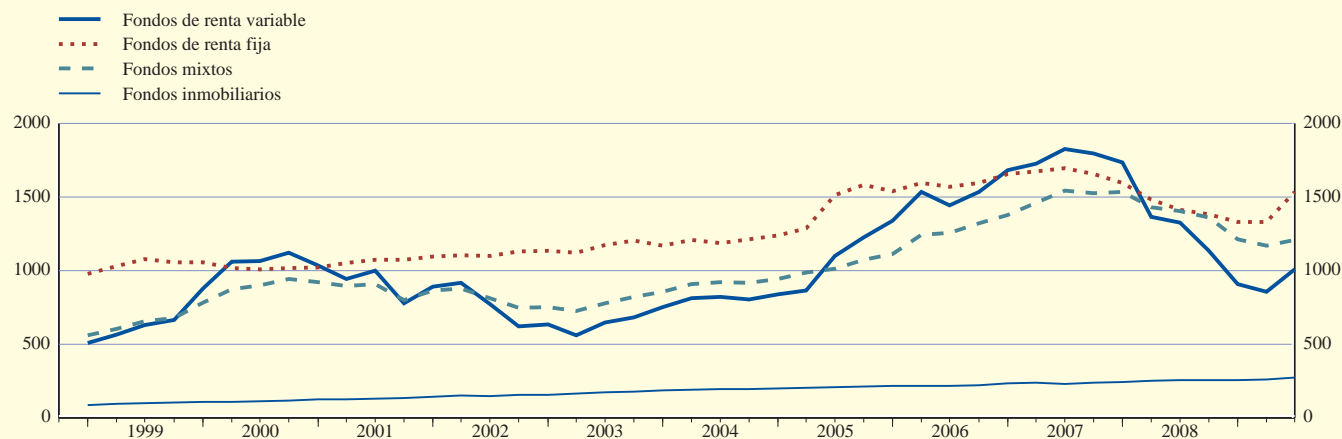
	Total 1	Depósitos y préstamos recibidos 2	Participaciones en fondos de inversión 3	Otros pasivos 4
II	5.017,4	74,8	4.723,1	219,5
III	4.715,2	71,0	4.415,4	228,8
IV	4.231,8	64,9	3.982,4	184,6
2009 I	4.099,2	76,2	3.838,6	184,4
II ^(p)	4.540,1	81,5	4.237,2	221,4

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

	Total 1	Fondos según su política de inversión				Fondos según el tipo de inversor		
		Fondos de renta variable 2	Fondos de renta fija 3	Fondos mixtos 4	Fondos inmobiliarios 5	Otros fondos 6	Fondos abiertos al público 7	Fondos de inversores especiales 8
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	3.342,9	1.372,3
IV	4.231,8	907,0	1.331,1	1.210,8	256,5	526,4	2.950,2	1.281,6
2009 I	4.099,2	854,7	1.330,5	1.170,7	260,0	483,3	2.829,0	1.270,1
II ^(p)	4.540,1	1.008,1	1.532,3	1.206,8	274,5	518,4	3.093,4	1.446,7

CI5 Activos totales de los fondos de inversión

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Distintos de fondos del mercado monetario. Para más detalles, véanse las Notas Generales.

2.10 Activos de los fondos de inversión de la zona del euro: detalle por política de inversión y tipo de inversor

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

1. Fondos según su política de inversión

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones			Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
			Total	Hasta 1 año	Más de 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondos de renta variable									
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	907,0	36,3	64,9	19,4	45,5	715,3	47,2	-	43,3
2009 I	854,7	39,0	63,5	16,5	47,0	660,9	45,2	-	46,1
II ^(p)	1.008,1	45,9	54,2	16,0	38,3	812,3	51,8	-	43,7
Fondos de renta fija									
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	1.006,0	55,7	41,3	-	83,5
IV	1.331,1	122,2	1.034,7	62,2	972,5	57,0	36,4	-	80,6
2009 I	1.330,5	117,5	1.044,9	62,1	982,8	48,5	38,6	-	81,0
II ^(p)	1.532,3	119,1	1.210,3	64,9	1.145,4	55,2	38,7	-	109,0
Fondos mixtos									
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	1.170,7	109,5	498,5	28,2	470,3	227,3	224,0	1,8	109,6
II ^(p)	1.206,8	104,0	505,0	23,8	481,2	252,8	237,6	1,2	106,1
Fondos inmobiliarios									
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	256,5	14,4	4,8	1,1	3,7	11,5	6,8	199,2	19,8
2009 I	260,0	14,5	5,1	1,1	4,0	11,2	7,5	203,4	18,3
II ^(p)	274,5	20,8	5,5	1,1	4,4	14,9	8,2	206,3	18,7

2. Fondos según el tipo de inversor

	Total	Depósitos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Activo fijo	Otros activos
	1	2	3	4	5	6	7
Fondos abiertos al público							
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	3.342,9	265,4	1.105,7	1.140,8	441,4	152,4	237,3
IV	2.950,2	244,5	1.037,9	931,4	382,6	147,4	206,3
2009 I	2.829,0	244,5	1.029,9	863,6	343,0	147,8	200,3
II ^(p)	3.093,4	257,6	1.099,9	1.021,9	361,8	150,2	201,9
Fondos de inversores especiales							
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	86,6
2009 I	1.270,1	101,1	669,3	179,7	186,8	57,8	75,3
II ^(p)	1.446,7	100,0	766,8	217,6	206,2	57,8	98,3

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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						424,5
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-20,8
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.113,9	109,6	708,4	54,4	241,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	33,6	3,5	22,7	3,6	3,8	
Consumo de capital fijo	355,1	96,8	200,7	11,6	46,0	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	517,0	281,8	203,1	32,7	-0,6	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,7
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	1.016,8	37,5	492,0	418,7	68,6	115,8
Intereses	425,5	35,2	67,1	254,6	68,5	64,7
Otra renta de la propiedad	591,3	2,3	424,9	164,0	0,0	51,1
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.862,3	1.673,3	-59,7	33,1	215,6	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	258,4	212,5	37,0	8,6	0,3	4,3
Cotizaciones sociales	414,6	414,6				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	438,4	1,5	15,9	31,0	390,0	0,7
Otras transferencias corrientes	182,8	69,3	25,8	46,2	41,6	7,8
Primas netas de seguros no vida	44,6	32,4	10,7	0,8	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,5			44,5		0,5
Otras	93,7	36,9	15,1	0,8	40,9	6,2
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.843,1	1.502,2	-110,8	40,2	411,5	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.784,5	1.294,5			490,1	
Gasto en consumo individual	1.591,5	1.294,5			297,0	
Gasto en consumo colectivo	193,0				193,0	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	17,0	0,1	0,5	16,4	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	58,6	224,6	-111,3	23,8	-78,6	17,7
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	431,4	142,9	216,8	12,6	59,2	
Formación bruta de capital fijo	462,4	143,9	247,0	12,4	59,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-31,0	-1,1	-30,3	0,2	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,3	-1,8	1,3	0,3	0,6	-0,3
Transferencias de capital	45,1	8,4	3,3	6,7	26,6	4,8
Impuestos sobre el capital	11,2	5,6	0,3	5,3		0,0
Otras transferencias de capital	33,9	2,8	3,0	1,4	26,6	4,8
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-15,3	183,3	-113,2	20,6	-106,0	15,3
Discrepancia estadística	0,0	-31,4	31,4	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 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						403,7
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.019,6	491,6	1.135,0	102,3	290,7	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	217,1					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.236,7					
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	517,0	281,8	203,1	32,7	-0,6	
Remuneración de los asalariados	1.116,0	1.116,0				2,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	252,9				252,9	-2,3
Renta de la propiedad	993,2	313,1	229,1	419,1	31,8	139,4
Intereses	413,3	63,5	43,3	297,8	8,6	76,9
Otra renta de la propiedad	579,9	249,6	185,8	121,4	23,2	62,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.862,3	1.673,3	-59,7	33,1	215,6	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	262,0				262,0	0,6
Cotizaciones sociales	414,4	1,2	17,0	47,4	348,9	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	436,5	436,5				2,7
Otras transferencias corrientes	162,2	89,1	10,6	45,5	17,0	28,4
Primas netas de seguros no vida	44,5			44,5		1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	43,8	34,9	8,0	0,6	0,3	1,2
Otras	73,9	54,2	2,6	0,4	16,7	26,1
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.843,1	1.502,2	-110,8	40,2	411,5	
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	17,0	17,0				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	58,6	224,6	-111,3	23,8	-78,6	17,7
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	355,1	96,8	200,7	11,6	46,0	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	47,8	11,4	18,6	4,8	12,9	2,1
Impuestos sobre el capital	11,2				11,2	0,0
Otras transferencias de capital	36,6	11,4	18,6	4,8	1,8	2,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (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 II								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.592,7	13.849,2	23.623,5	9.709,5	5.915,4	3.216,5	14.773,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				245,2				
Efectivo y depósitos		6.242,5	1.706,8	2.181,1	1.820,2	871,1	736,1	4.077,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		60,4	107,0	137,5	371,0	345,3	25,5	795,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.310,7	220,5	4.442,4	1.664,5	2.035,0	316,8	3.037,4
Préstamos		67,5	2.631,3	12.765,8	2.266,8	367,8	444,3	1.811,4
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		49,5	1.460,0	9.724,0	1.757,0	304,9	355,9	.
Acciones y otras participaciones		3.493,2	5.812,9	1.541,0	3.399,0	1.826,1	1.111,3	4.353,1
Acciones cotizadas		523,7	998,2	412,8	1.373,1	395,2	223,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.694,2	4.496,2	909,1	1.493,0	391,2	764,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.275,3	318,5	219,0	532,9	1.039,7	123,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.178,3	140,5	1,9	0,0	154,4	3,1	134,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		240,2	3.230,3	2.308,8	187,9	315,8	579,4	563,7
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		193,0	60,2	-123,2	164,7	42,9	112,3	-8,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,4				0,4
Efectivo y depósitos		74,1	41,6	-54,2	27,3	-13,3	17,1	-151,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		-14,0	-28,5	-13,7	17,8	6,5	-0,8	64,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		16,1	-44,7	147,8	113,8	-16,0	35,9	23,0
Préstamos		0,3	14,0	61,8	-55,7	5,6	23,5	-56,5
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	7,7	58,7	-61,2	5,1	1,6	.
Acciones y otras participaciones		31,5	64,9	21,9	32,1	60,1	26,9	121,2
Acciones cotizadas		18,9	37,9	-0,5	-1,6	5,0	10,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		12,4	31,1	13,2	15,5	-3,4	17,0	.
Participaciones en fondos de inversión		0,1	-4,1	9,2	18,2	58,4	-0,1	.
Reservas técnicas de seguro		56,5	0,2	0,0	0,0	0,3	0,0	-2,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		28,5	12,7	-286,3	29,3	-0,3	9,6	-7,9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		306,0	310,5	231,5	331,2	86,4	20,4	55,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-10,8				
Efectivo y depósitos		0,0	-4,5	-21,0	-5,8	0,0	0,9	-42,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,7	18,0	-1,3	5,4	0,5	0,5	-20,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		17,2	-5,4	-3,5	19,4	11,1	-1,0	-1,8
Préstamos		0,0	-3,6	-34,2	-19,2	-1,5	0,3	-19,6
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		0,0	-3,6	-17,2	-21,7	-0,9	-0,4	.
Acciones y otras participaciones		233,3	361,8	62,2	317,8	65,2	21,6	196,8
Acciones cotizadas		90,7	95,8	43,1	188,3	39,3	21,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		91,1	250,0	35,8	110,3	5,2	-3,3	.
Participaciones en fondos de inversión		51,5	16,0	-16,7	19,2	20,6	3,7	.
Reservas técnicas de seguro		53,9	3,5	0,0	0,0	28,5	0,0	-46,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		2,3	-59,4	240,2	13,6	-17,4	-1,9	-11,8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.091,7	14.219,9	23.731,9	10.205,4	6.044,7	3.349,2	14.819,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				234,0				
Efectivo y depósitos		6.316,6	1.743,8	2.105,9	1.841,7	857,8	754,1	3.883,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,7	96,5	122,4	394,2	352,3	25,2	840,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.344,0	170,3	4.586,7	1.797,6	2.030,1	351,7	3.058,6
Préstamos		67,8	2.641,7	12.793,4	2.192,0	371,9	468,1	1.735,3
<i>de los cuales, a largo plazo</i>		49,5	1.464,1	9.765,5	1.674,0	309,1	357,1	.
Acciones y otras participaciones		3.758,0	6.239,6	1.625,0	3.748,9	1.951,3	1.159,7	4.671,0
Acciones cotizadas		633,3	1.131,9	455,4	1.559,8	439,5	254,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.797,8	4.777,3	958,1	1.618,8	393,1	777,8	.
Participaciones en fondos de inversión		1.326,9	330,4	211,5	570,4	1.118,7	127,5	.
Reservas técnicas de seguro		5.288,7	144,2	1,9	0,0	183,2	3,2	86,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		271,0	3.183,6	2.262,6	230,8	298,1	587,2	544,0
<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 II								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.339,0	21.856,3	23.014,5	9.398,4	6.083,0	7.713,7	13.030,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,3	14.856,7	21,0	0,0	245,6	2.485,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			308,5	255,5	96,2	10,7	943,3	228,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			481,7	2.800,0	2.193,5	31,5	4.859,7	2.660,8
Préstamos		5.716,4	8.205,0		1.828,2	214,7	1.260,3	3.130,4
de los cuales, a largo plazo		5.344,4	5.687,8		826,8	80,4	1.068,8	.
Acciones y otras participaciones			9.621,7	2.446,1	5.043,6	387,4	4,2	4.033,4
Acciones cotizadas			2.514,0	318,1	93,8	122,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.107,7	924,9	1.152,2	265,4	4,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.203,1	3.797,6			.
Reservas técnicas de seguro		33,7	330,9	62,9	0,8	5.184,0	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		588,8	2.882,1	2.593,3	215,3	254,8	400,0	491,8
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.497,9	10.253,8	-8.007,0	609,1	311,1	-167,6	-4.497,2	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		41,2	142,0	-153,0	193,8	23,0	218,3	-24,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,5	14,8	-0,9	0,0	8,2	-81,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			8,1	-49,5	-0,2	-1,0	68,5	6,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			25,1	47,9	67,4	-1,1	113,6	22,9
Préstamos		31,1	12,3		-61,4	-0,2	50,3	-39,1
de los cuales, a largo plazo		27,8	40,3		-75,5	-0,2	29,1	.
Acciones y otras participaciones			78,1	3,6	188,5	0,3	0,0	88,0
Acciones cotizadas			26,2	12,0	1,4	0,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			51,9	9,4	29,5	0,3	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-17,8	157,6			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,6	2,1	0,0	52,0	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		9,9	17,5	-171,9	0,4	-26,9	-22,3	-20,9
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-15,3	151,9	-81,8	29,8	-29,1	19,9	-106,0	15,3
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-1,3	503,2	305,5	305,0	77,0	13,5	149,3
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-50,3	0,0	0,0	0,0	-22,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			11,3	0,6	0,6	0,0	-1,0	-9,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			-2,0	2,0	24,9	-0,1	-20,5	31,6
Préstamos		-0,6	-19,2		-40,5	-1,4	-2,6	-13,6
de los cuales, a largo plazo		-0,1	-5,1		-44,5	-1,5	-2,7	.
Acciones y otras participaciones			628,0	134,6	312,1	27,2	0,3	156,5
Acciones cotizadas			302,9	119,5	25,5	19,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			325,0	27,2	55,6	7,8	0,3	.
Participaciones en fondos de inversión				-12,1	231,0			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	39,9	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-0,7	-114,9	218,6	7,8	11,4	37,2	6,2
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	83,0	307,3	-192,7	-74,0	26,2	9,3	6,9	-93,8
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.378,8	22.501,5	23.167,0	9.897,2	6.183,1	7.945,5	13.155,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,8	14.821,2	20,1	0,0	253,8	2.382,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			327,9	206,6	96,6	9,7	1.010,8	225,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			504,8	2.849,9	2.285,8	30,3	4.952,9	2.715,4
Préstamos		5.746,9	8.198,1		1.726,3	213,0	1.308,1	3.077,7
de los cuales, a largo plazo		5.372,1	5.723,0		706,8	78,7	1.095,3	.
Acciones y otras participaciones			10.327,7	2.584,3	5.544,2	414,9	4,5	4.277,9
Acciones cotizadas			2.843,1	449,5	120,6	141,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.484,6	961,5	1.237,4	273,5	4,5	.
Participaciones en fondos de inversión				1.173,3	4.186,3			.
Reservas técnicas de seguro		33,8	331,5	65,1	0,8	5.275,8	0,5	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		598,0	2.784,7	2.640,0	223,4	239,3	414,9	477,1
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.430,3	10.713,0	-8.281,6	564,9	308,2	-138,4	-4.596,3	

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 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.907,1	4.070,1	4.255,9	4.356,9	4.403,1	4.438,5	4.444,9	4.441,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	130,0	128,8	137,1	136,3	137,1	133,8	131,7	126,3
Consumo de capital fijo	1.186,7	1.247,2	1.315,2	1.347,5	1.363,9	1.378,2	1.390,3	1.400,0
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.072,1	2.189,5	2.331,7	2.375,2	2.379,2	2.358,6	2.293,3	2.211,7
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	2.618,2	3.056,3	3.617,1	3.838,5	3.923,1	3.929,5	3.824,1	3.588,7
Intereses	1.345,8	1.644,0	2.055,4	2.226,3	2.296,2	2.307,2	2.222,5	2.062,9
Otra renta de la propiedad	1.272,4	1.412,3	1.561,7	1.612,3	1.626,9	1.622,3	1.601,6	1.525,8
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.970,7	7.317,8	7.695,2	7.783,9	7.819,7	7.803,3	7.720,6	7.631,1
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,9	1.028,2	1.111,8	1.140,2	1.142,1	1.124,2	1.113,7	1.077,3
Cotizaciones sociales	1.477,8	1.540,5	1.595,9	1.627,7	1.645,3	1.660,4	1.669,2	1.671,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,2	1.597,1	1.627,1	1.647,5	1.665,1	1.688,9	1.717,4
Otras transferencias corrientes	712,0	722,8	753,5	775,5	781,7	790,1	784,3	775,3
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,6	184,2	186,5	187,7	188,3	185,7	182,6
Derechos de seguros no vida	180,5	179,9	183,9	186,6	188,0	189,3	186,6	183,3
Otras	351,8	363,3	385,4	402,4	406,1	412,5	412,0	409,3
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.884,3	7.225,6	7.599,7	7.680,2	7.717,1	7.697,7	7.615,7	7.526,8
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,7	6.631,5	6.891,7	7.044,4	7.119,0	7.156,8	7.164,8	7.157,6
Gasto en consumo individual	5.691,0	5.946,4	6.180,3	6.313,6	6.378,6	6.407,4	6.405,2	6.391,1
Gasto en consumo colectivo	664,7	685,1	711,3	730,8	740,4	749,4	759,6	766,4
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	59,7	62,3	63,7	64,2	64,8	64,5
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	528,9	594,3	708,2	635,8	598,2	540,9	450,9	369,2
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.717,1	1.876,7	2.021,7	2.056,2	2.072,2	2.066,3	2.003,1	1.910,5
Formación bruta de capital fijo	1.709,9	1.854,9	1.995,5	2.034,3	2.048,2	2.029,3	1.976,4	1.907,2
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	7,3	21,8	26,1	21,9	24,0	37,0	26,7	3,2
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,5	-1,2	0,1	0,3	0,7	1,2	0,7
Transferencias de capital	183,6	170,0	151,2	159,6	163,7	164,1	161,4	169,9
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,9	24,1	23,6	23,5	28,6
Otras transferencias de capital	159,2	147,4	126,9	135,7	139,6	140,5	137,9	141,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	12,1	-20,2	16,8	-57,8	-97,1	-136,3	-153,9	-132,9

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 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.295,9	7.635,5	8.039,8	8.216,0	8.283,2	8.309,1	8.260,3	8.179,0
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,1	913,7	959,1	954,1	952,5	945,6	928,9	912,6
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.141,1	8.549,3	8.998,9	9.170,1	9.235,7	9.254,7	9.189,2	9.091,6
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	2.072,1	2.189,5	2.331,7	2.375,2	2.379,2	2.358,6	2.293,3	2.211,7
Remuneración de los asalariados	3.914,4	4.077,6	4.264,0	4.365,4	4.411,6	4.447,0	4.453,2	4.449,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,0	1.103,2	1.095,8	1.095,0	1.084,5	1.065,7	1.045,4
Renta de la propiedad	2.614,3	3.053,1	3.613,5	3.786,1	3.857,0	3.842,8	3.732,6	3.513,4
Intereses	1.320,3	1.614,5	2.014,6	2.172,5	2.241,0	2.251,0	2.164,3	2.009,0
Otra renta de la propiedad	1.294,0	1.438,6	1.598,9	1.613,6	1.616,0	1.591,8	1.568,3	1.504,4
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.970,7	7.317,8	7.695,2	7.783,9	7.819,7	7.803,3	7.720,6	7.631,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,2	1.148,4	1.150,4	1.132,5	1.121,9	1.083,8
Cotizaciones sociales	1.477,0	1.539,7	1.595,0	1.626,9	1.644,6	1.659,5	1.668,2	1.670,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,1	1.588,1	1.618,4	1.639,1	1.657,0	1.680,7	1.709,4
Otras transferencias corrientes	630,4	634,7	660,5	673,1	680,0	685,1	680,4	673,4
Primas netas de seguros no vida	180,5	179,9	183,9	186,6	188,0	189,3	186,6	183,3
Derechos de seguros no vida	178,3	176,8	181,3	183,7	184,9	185,7	183,0	179,9
Otras	271,6	278,1	295,3	302,7	307,2	310,1	310,8	310,1
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.884,3	7.225,6	7.599,7	7.680,2	7.717,1	7.697,7	7.615,7	7.526,8
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	63,1	59,9	62,4	63,7	64,2	64,8	64,6
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	528,9	594,3	708,2	635,8	598,2	540,9	450,9	369,2
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.186,7	1.247,2	1.315,2	1.347,5	1.363,9	1.378,2	1.390,3	1.400,0
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,8	184,5	165,1	174,6	177,0	175,7	170,6	179,0
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,9	24,1	23,6	23,5	28,6
Otras transferencias de capital	172,4	162,0	140,8	150,8	152,9	152,1	147,1	150,4
<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 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.914,4	4.077,6	4.264,0	4.365,4	4.411,6	4.447,0	4.453,2	4.449,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.332,8	1.409,6	1.492,9	1.524,8	1.538,7	1.544,8	1.539,4	1.529,5
Intereses, recursos (+)	227,0	262,5	306,1	328,4	338,2	338,6	326,3	302,8
Intereses, empleos (-)	130,7	163,9	209,6	227,1	234,1	232,9	217,2	192,6
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	722,7	771,5	808,8	826,3	830,2	819,1	814,1	791,4
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	9,9	9,9	9,9	9,8	10,0	9,9
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,1	852,7	882,4	889,4	891,8	889,2	876,2
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,8	1.536,5	1.591,6	1.623,4	1.640,9	1.655,9	1.664,7	1.666,9
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,7	1.582,5	1.612,6	1.633,3	1.651,2	1.674,9	1.703,5
Transferencias corrientes netas (+)	66,5	66,5	69,1	70,6	70,2	71,1	72,4	74,7
= Renta disponible bruta	5.400,1	5.623,2	5.859,4	5.985,3	6.047,9	6.081,3	6.099,1	6.105,7
Gasto en consumo final (-)	4.691,4	4.898,4	5.088,0	5.195,4	5.249,2	5.263,4	5.245,6	5.220,3
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,5	61,9	63,2	63,8	64,3	64,1
= Ahorro bruto	769,4	787,5	830,8	851,9	862,0	881,7	917,8	949,5
Consumo de capital fijo (-)	319,9	338,6	359,0	368,7	373,1	376,4	379,2	381,6
Transferencias de capital netas (+)	24,1	18,9	11,9	14,2	14,8	15,7	15,4	17,3
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	524,3	563,8	45,4	-1.150,4	-1.321,4	-1.768,7	-1.361,8	-752,7
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	997,9	1.031,7	529,0	-653,0	-817,9	-1.247,8	-807,8	-167,5
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	546,9	601,5	638,9	644,6	644,2	633,0	615,1	591,9
Consumo de capital fijo (-)	319,9	338,6	359,0	368,7	373,1	376,4	379,2	381,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,4	307,5	425,9	426,9	433,0	440,8	384,5	283,4
Efectivo y depósitos	246,9	284,3	349,8	387,6	392,4	437,0	397,6	335,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	10,5	13,5	-9,1	-4,0	-24,9
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,3	22,2	36,0	28,7	27,1	12,9	-9,1	-27,0
Activos a largo plazo	422,9	364,3	160,6	109,0	61,9	77,0	118,5	214,6
Depósitos	-5,3	-1,2	-29,8	-37,2	-40,0	-32,9	-17,9	10,5
Valores distintos de acciones	-1,7	76,6	13,9	73,8	83,4	72,1	65,2	47,9
Acciones y otras participaciones	137,5	-27,6	-86,6	-149,5	-189,5	-137,0	-98,4	-17,8
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	71,1	-9,8	-5,7	-24,8	-41,9	-7,9	3,4	30,6
Participaciones en fondos de inversión	66,4	-17,9	-81,0	-124,7	-147,6	-129,1	-101,8	-48,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,5	316,5	263,2	221,9	208,0	174,8	169,7	174,1
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	397,2	393,5	350,5	287,8	252,2	205,4	147,7	112,1
de los cuales, de IFM de la zona del euro	358,5	355,3	283,7	199,0	183,2	81,6	18,8	9,1
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	443,3	510,7	7,9	-1.007,0	-1.051,3	-1.403,6	-1.090,8	-624,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	105,5	50,6	28,1	-127,8	-180,3	-259,3	-203,8	-115,2
Otros flujos netos (+)	-10,1	-70,9	-22,8	-42,2	-100,0	-153,9	-104,3	-24,0
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	997,9	1.031,7	529,0	-653,0	-817,9	-1.247,8	-807,8	-167,5
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.482,0	4.748,0	5.212,3	5.488,3	5.546,3	5.724,5	5.792,7	5.798,3
Efectivo y depósitos	4.174,0	4.454,4	4.843,3	5.055,2	5.104,7	5.312,9	5.374,4	5.430,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	296,4	257,6	296,0	346,5	348,5	328,0	346,5	312,0
Valores distintos de acciones ²⁾	11,6	36,0	72,9	86,6	93,0	83,6	71,7	56,2
Activos a largo plazo	10.994,7	11.966,2	12.112,0	11.173,5	10.843,7	10.371,0	10.148,5	10.609,9
Depósitos	1.023,3	1.031,1	966,8	903,6	887,0	890,6	868,0	886,6
Valores distintos de acciones	1.209,3	1.283,1	1.279,2	1.306,2	1.287,2	1.280,5	1.299,3	1.333,4
Acciones y otras participaciones	4.514,7	5.037,4	4.960,3	4.078,7	3.790,5	3.378,7	3.146,7	3.445,9
Acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones	3.192,0	3.634,3	3.612,9	2.949,6	2.736,5	2.406,1	2.218,0	2.431,1
Participaciones en fondos de inversión	1.322,7	1.403,2	1.347,4	1.129,1	1.054,0	972,6	928,7	1.014,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.247,5	4.614,5	4.905,7	4.885,1	4.878,8	4.821,2	4.834,5	4.943,9
Otros activos netos (+)	95,2	72,2	74,2	49,0	67,4	37,8	29,0	51,7
Pasivos (-)								
Préstamos	4.788,1	5.180,0	5.512,6	5.628,4	5.683,8	5.723,1	5.716,4	5.746,9
de los cuales, de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.887,7	4.938,7	4.901,9	4.879,5	4.899,9
= Riqueza financiera neta	10.783,9	11.606,3	11.885,9	11.082,5	10.773,4	10.410,1	10.253,8	10.713,0

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 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.178,2	4.387,2	4.635,4	4.739,5	4.777,6	4.781,9	4.724,9	4.644,5
Remuneración de los asalariados (-)	2.479,0	2.592,9	2.720,8	2.789,4	2.820,4	2.841,9	2.838,5	2.828,6
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	73,1	75,2	80,6	80,9	81,8	79,1	77,6	73,7
= Excedente bruto de explotación (+)	1.626,2	1.719,2	1.833,9	1.869,2	1.875,4	1.860,9	1.808,8	1.742,1
Consumo de capital fijo (-)	672,7	704,8	741,9	759,6	768,8	777,3	784,6	790,2
= Excedente neto de explotación (+)	953,5	1.014,4	1.092,0	1.109,6	1.106,6	1.083,5	1.024,2	951,9
Renta de la propiedad, recursos (+)	440,2	508,5	581,8	598,7	602,3	599,7	582,2	557,8
Intereses, recursos	141,1	169,7	199,0	219,3	225,9	227,9	218,2	203,6
Otra renta de la propiedad, recursos	299,1	338,8	382,8	379,4	376,4	371,7	364,1	354,2
Intereses y otras rentas, empleos (-)	237,3	284,6	346,2	382,1	397,1	403,8	386,2	356,4
= Renta empresarial neta (+)	1.156,4	1.238,3	1.327,6	1.326,2	1.311,7	1.279,4	1.220,2	1.153,3
Renta distribuida (-)	887,7	961,5	1.016,5	1.050,5	1.064,6	1.059,5	1.055,0	1.024,7
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	190,0	211,1	215,3	212,2	195,2	188,9	169,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	64,3	64,1	64,9	65,4	65,6	66,2
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	61,7	62,4	62,7	62,9	63,0	63,1
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,7	66,0	57,0	59,6	59,8	60,0	60,1	61,3
= Ahorro neto	70,1	35,1	45,5	2,5	-22,7	-32,8	-81,3	-99,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	256,4	313,6	367,7	371,7	376,8	367,6	313,0	232,7
Formación bruta de capital fijo (+)	920,7	993,9	1.084,2	1.111,1	1.123,6	1.109,8	1.073,1	1.022,2
Consumo de capital fijo (-)	672,7	704,8	741,9	759,6	768,8	777,3	784,6	790,2
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	8,4	24,5	25,4	20,2	22,0	35,1	24,6	0,7
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,6	160,3	158,9	119,6	93,5	49,4	-37,4	-18,1
Efectivo y depósitos	113,7	146,3	154,5	114,2	89,4	15,6	-5,3	9,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,5	-19,1	-10,1	6,6	30,6	27,7	33,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	6,6	11,5	23,5	15,5	-2,5	3,2	-59,8	-60,9
Activos a largo plazo	393,5	489,5	518,7	522,6	544,2	631,3	644,3	536,3
Depósitos	34,2	35,7	28,4	-19,7	3,1	9,4	14,0	29,4
Valores distintos de acciones	-34,9	5,9	-27,4	-80,0	-44,3	-25,3	30,3	-5,9
Acciones y otras participaciones	255,9	265,5	346,4	380,0	339,1	332,9	326,3	281,7
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	138,3	182,5	171,2	242,2	246,3	314,4	273,7	231,0
Otros activos netos (+)	83,7	156,3	211,5	63,7	-9,4	-59,8	-149,8	-120,1
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	440,3	750,3	787,7	743,5	760,6	692,5	579,6	393,7
<i>de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro</i>	271,8	453,1	556,8	543,1	495,0	400,0	273,0	119,3
<i>de la cual, valores distintos de acciones</i>	13,8	41,8	37,3	12,3	41,7	55,1	68,4	82,9
Acciones y otras participaciones	291,3	262,2	355,6	259,4	191,0	248,5	189,8	255,3
Acciones cotizadas	104,1	42,4	42,9	-12,1	-29,7	2,2	12,1	45,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	187,2	219,9	312,6	271,5	220,7	246,3	177,8	210,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,4	72,1	68,8	75,7	79,0	78,3	79,3	76,9
= Ahorro neto	70,1	35,1	45,5	2,5	-22,7	-32,8	-81,3	-99,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.505,2	1.670,9	1.808,4	1.837,7	1.851,4	1.869,7	1.849,6	1.882,2
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,2	1.507,6	1.521,7	1.536,6	1.540,9	1.510,4	1.550,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,8	161,0	182,2	182,8	187,8	210,5	213,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	99,4	118,8	139,8	133,8	132,0	141,0	128,7	118,0
Activos a largo plazo	8.634,3	10.024,2	10.744,1	9.903,2	9.634,1	8.871,6	8.628,8	9.009,8
Depósitos	109,5	147,7	200,4	169,8	192,0	206,6	196,4	193,3
Valores distintos de acciones	284,5	284,2	252,4	188,2	192,4	208,8	198,8	148,9
Acciones y otras participaciones	6.350,0	7.533,7	8.032,9	7.125,0	6.771,0	5.907,2	5.602,4	6.025,9
Otros, principalmente préstamos entre empresas relacionadas	1.890,4	2.058,5	2.258,4	2.420,1	2.478,6	2.548,9	2.631,3	2.641,7
Otros activos netos (+)	407,8	453,3	606,9	542,6	578,6	578,1	515,0	569,9
Pasivos								
Deuda	7.046,1	7.771,6	8.518,4	8.900,5	9.088,0	9.229,5	9.326,2	9.362,3
<i>de la cual, préstamos de IFM de la zona del euro</i>	3.527,9	3.980,9	4.525,1	4.764,1	4.853,6	4.918,8	4.902,9	4.874,8
<i>de la cual, valores distintos de acciones</i>	675,4	695,1	692,4	698,7	721,4	745,9	790,3	832,7
Acciones y otras participaciones	10.994,5	12.966,9	14.011,7	12.209,5	11.427,7	10.300,7	9.621,7	10.327,7
Acciones cotizadas	3.711,1	4.491,5	5.010,2	4.000,1	3.454,4	2.864,2	2.514,0	2.843,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.283,5	8.475,3	9.001,5	8.209,4	7.973,3	7.436,5	7.107,7	7.484,6

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 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	25,5	67,4	92,3	105,8	90,9	107,0	55,8	39,0
Efectivo y depósitos	7,2	10,6	6,4	35,2	32,4	57,0	18,2	12,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,5	3,6	3,1	14,3	21,7	20,3	16,8	9,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	18,9	53,3	82,8	56,2	36,8	29,8	20,8	17,1
Activos a largo plazo	284,6	319,2	202,3	144,9	119,7	101,9	95,2	129,9
Depósitos	17,4	76,9	47,8	13,5	-0,4	0,0	10,1	10,5
Valores distintos de acciones	132,9	129,3	77,0	70,6	80,7	65,8	80,6	37,8
Préstamos	-3,7	2,7	-8,7	11,9	13,5	23,2	0,6	15,2
Acciones cotizadas	30,7	-3,4	-2,2	-2,1	-10,9	-11,5	-8,2	-10,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19,9	28,2	25,3	22,1	22,9	14,9	10,8	7,7
Participaciones en fondos de inversión	87,5	85,4	63,0	28,7	13,9	9,4	1,4	69,1
Otros activos netos (+)	2,7	3,4	-34,7	-18,6	1,7	30,8	0,6	25,6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,9	5,1	5,4	9,3	9,9	7,0
Préstamos	17,3	44,8	6,7	3,5	-7,4	22,2	-10,4	6,3
Acciones y otras participaciones	10,6	11,6	3,1	-3,1	-8,7	-1,4	0,9	0,8
Reservas técnicas de seguro	335,2	319,9	279,8	246,5	233,1	191,6	168,6	163,7
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	291,6	313,6	277,8	236,5	217,8	177,1	160,4	157,5
Reservas para primas y para siniestros	43,6	6,2	2,0	10,0	15,4	14,5	8,2	6,3
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-49,9	8,0	-33,6	-20,1	-10,1	18,1	-17,4	16,5
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	190,5	182,0	1,3	-342,0	-415,9	-549,8	-432,7	-319,7
Otros activos netos	82,0	-37,1	-56,7	-16,5	-7,9	32,2	9,3	74,9
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	117,9	37,0	-37,6	-150,4	-146,4	-185,1	-188,3	-121,4
Reservas técnicas de seguro	137,7	55,3	26,8	-128,3	-183,3	-260,5	-205,9	-130,7
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	146,8	51,8	26,9	-124,2	-176,4	-252,2	-199,8	-126,3
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,5	-0,1	-4,1	-6,9	-8,3	-6,1	-4,4
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	16,8	52,6	-44,6	-79,7	-94,2	-71,9	-29,2	7,3
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	437,3	512,9	598,3	665,3	670,2	709,8	719,8	708,2
Efectivo y depósitos	146,6	156,6	163,1	180,5	188,4	222,9	214,7	198,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	75,6	81,6	82,5	94,8	99,0	100,2	113,0	103,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	215,0	274,7	352,7	390,0	382,8	386,6	392,1	406,0
Activos a largo plazo	4.623,6	5.064,0	5.214,5	5.020,0	4.954,1	4.773,6	4.725,4	4.855,3
Depósitos	523,7	601,3	647,0	649,4	644,9	646,1	656,4	659,3
Valores distintos de acciones	1.778,2	1.851,7	1.880,9	1.914,8	1.960,3	1.950,9	1.988,2	1.976,4
Préstamos	356,1	355,6	341,5	355,5	356,7	366,0	367,8	371,9
Acciones cotizadas	653,2	736,4	728,3	598,0	538,4	427,2	395,2	439,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones	404,7	483,6	513,4	459,3	444,6	420,2	391,2	393,1
Participaciones en fondos de inversión	907,7	1.035,5	1.103,4	1.043,1	1.009,1	963,3	926,7	1.015,1
Otros activos netos (+)	180,7	205,2	165,7	171,6	180,5	216,2	215,4	242,0
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,3	35,9	35,2	36,5	36,7	43,2	42,2	40,0
Préstamos	142,1	183,7	186,9	204,3	195,5	209,2	214,7	213,0
Acciones y otras participaciones	618,8	667,4	632,8	535,5	514,9	446,3	387,4	414,9
Reservas técnicas de seguro	4.559,9	4.935,0	5.241,7	5.242,8	5.239,8	5.172,8	5.184,0	5.275,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.892,2	4.257,6	4.562,4	4.554,2	4.550,4	4.487,3	4.495,6	4.585,4
Reservas para primas y para siniestros	667,6	677,4	679,3	688,5	689,5	685,5	688,4	690,4
= Riqueza financiera neta	-100,5	-39,9	-118,1	-162,2	-182,1	-172,0	-167,6	-138,4

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

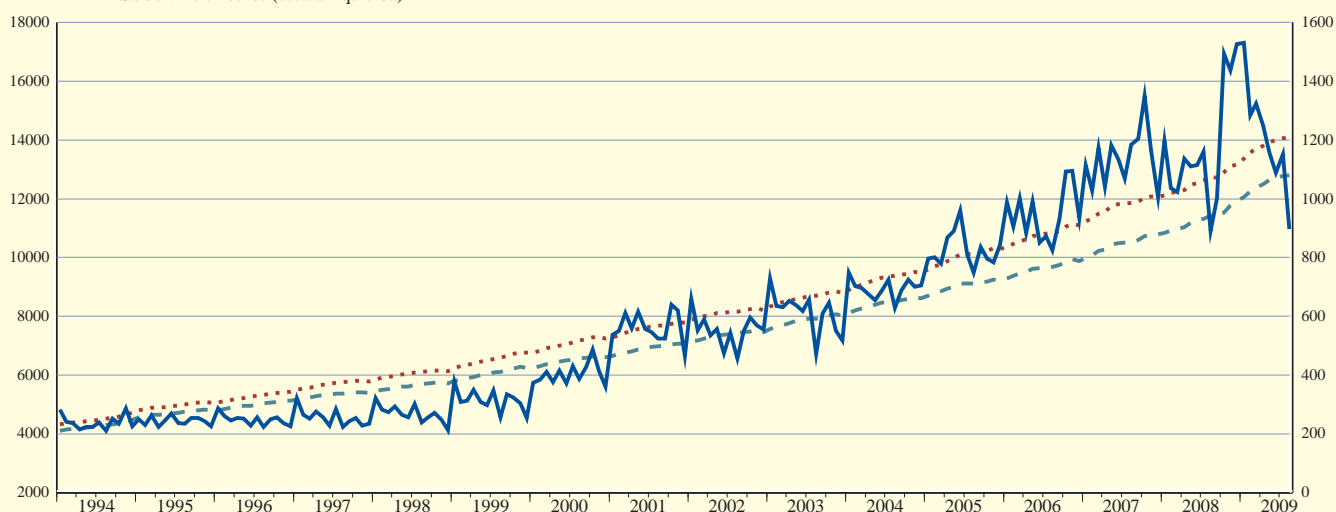
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	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 Ago	13.633,4	880,7	123,0	11.417,8	816,1	105,2	12.744,6	889,5	110,5	7,8	146,5	9,0
Sep	13.636,0	1.022,1	1,5	11.385,0	930,5	-33,7	12.704,7	1.001,3	-43,2	7,0	8,1	8,7
Oct	13.735,0	1.454,3	98,3	11.536,8	1.417,3	151,2	12.904,7	1.494,5	146,3	6,9	120,3	9,6
Nov	13.953,3	1.422,3	218,3	11.764,2	1.369,7	227,7	13.097,8	1.437,1	213,7	8,1	193,1	11,1
Dic	14.139,0	1.538,1	189,2	11.916,5	1.449,4	156,0	13.170,3	1.526,6	142,7	9,5	228,8	13,2
2009 Ene	14.238,0	1.500,7	94,4	12.056,2	1.451,4	136,1	13.371,5	1.530,0	145,3	10,1	103,3	13,1
Feb	14.430,4	1.259,3	190,0	12.242,4	1.200,0	184,0	13.575,1	1.285,5	203,6	11,1	156,3	13,1
Mar	14.605,2	1.318,0	173,2	12.381,2	1.229,8	137,4	13.679,5	1.323,1	148,4	11,9	132,9	15,2
Abr	14.682,4	1.233,7	79,9	12.481,4	1.167,4	102,8	13.792,7	1.250,5	110,7	12,1	92,8	14,6
May	14.889,6	1.159,5	207,2	12.654,7	1.070,1	173,4	13.931,3	1.156,7	168,7	12,0	108,9	13,0
Jun	14.978,3	1.085,2	88,2	12.716,3	1.006,5	60,9	14.001,2	1.089,4	73,9	11,9	92,4	10,6
Jul	.	.	.	12.768,5	1.070,9	54,9	14.066,8	1.151,1	69,3	11,8	103,1	10,5
Ago	.	.	.	12.805,7	825,8	36,2	14.089,9	896,2	25,1	11,0	63,3	9,0
	A largo plazo											
2008 Ago	12.203,6	160,0	87,2	10.134,3	133,8	76,1	11.252,7	149,2	76,8	6,1	121,4	7,7
Sep	12.192,2	183,6	-10,2	10.111,9	145,5	-21,2	11.236,3	158,6	-31,6	5,7	0,8	7,5
Oct	12.216,7	199,0	24,8	10.147,9	182,8	36,4	11.329,4	195,5	30,9	5,3	32,9	6,7
Nov	12.392,4	275,5	174,4	10.324,0	253,9	175,0	11.485,4	262,8	166,1	6,2	138,5	8,0
Dic	12.571,0	362,9	179,8	10.495,1	328,3	172,7	11.579,6	340,0	153,4	7,3	165,0	9,7
2009 Ene	12.647,6	291,7	74,4	10.584,9	276,9	88,6	11.714,2	300,3	89,2	8,2	115,7	10,5
Feb	12.817,3	300,6	168,5	10.746,5	269,6	160,7	11.887,0	296,7	172,8	9,2	135,6	10,7
Mar	13.000,4	319,8	153,3	10.919,6	280,2	143,3	12.024,3	301,8	144,4	10,4	141,7	13,3
Abr	13.076,7	292,3	79,5	10.987,9	257,4	71,6	12.102,6	276,3	75,0	10,3	71,8	14,0
May	13.278,8	338,6	203,3	11.157,1	280,7	170,4	12.252,4	301,0	174,6	10,7	111,9	13,3
Jun	13.398,5	309,4	117,9	11.267,5	274,3	108,4	12.381,9	308,1	128,5	10,9	101,4	12,0
Jul	.	.	.	11.296,8	249,4	31,8	12.419,6	274,2	40,7	10,9	82,0	11,3
Ago	.	.	.	11.346,1	108,1	49,1	12.467,4	121,0	53,2	10,6	101,5	10,5

CI6 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	5.266	1.930	697	4.937	340	1.177	817	74	100	162	24
2008 III	12.705	5.267	1.687	681	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
2008 IV	13.170	5.266	1.930	697	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 I	13.679	5.392	2.038	719	5.187	343	1.380	922	78	92	251	35
2009 II	14.001	5.433	2.119	753	5.344	351	1.166	749	62	90	244	20
2009 May	13.931	5.456	2.101	744	5.281	350	1.157	745	67	89	239	17
2009 Jun	14.001	5.433	2.119	753	5.344	351	1.089	695	54	89	235	16
2009 Jul	14.067	5.447	2.154	766	5.345	353	1.151	718	73	95	251	14
2009 Ago	14.090	5.439	2.156	763	5.377	354	896	628	27	74	160	8
	A corto plazo											
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.591	822	62	116	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 III	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
2008 IV	1.591	822	62	116	566	25	1.220	911	39	96	152	23
2009 I	1.655	838	42	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
2009 II	1.619	785	37	85	696	16	870	631	14	69	143	13
2009 May	1.679	832	41	90	701	15	856	626	13	64	142	10
2009 Jun	1.619	785	37	85	696	16	781	572	15	69	113	12
2009 Jul	1.647	779	35	85	731	17	877	615	11	77	167	7
2009 Ago	1.623	752	34	83	738	15	775	567	10	72	122	5
	A largo plazo ²⁾											
2007	10.779	4.259	1.469	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.580	4.445	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
2008 IV	11.580	4.445	1.868	581	4.371	315	266	95	98	11	57	5
2009 I	12.024	4.554	1.997	621	4.528	324	300	116	61	18	96	8
2009 II	12.382	4.648	2.082	669	4.648	336	295	118	48	21	101	7
2009 May	12.252	4.624	2.060	654	4.579	335	301	119	54	25	96	6
2009 Jun	12.382	4.648	2.082	669	4.648	336	308	122	39	21	122	4
2009 Jul	12.420	4.668	2.119	681	4.614	337	274	103	62	18	84	7
2009 Ago	12.467	4.687	2.122	680	4.639	339	121	61	17	2	38	3
	Del cual a tipo fijo											
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.611	2.326	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
2008 IV	7.611	2.326	636	445	3.955	250	120	42	13	10	53	2
2009 I	7.931	2.396	703	487	4.094	252	208	72	27	18	86	5
2009 II	8.246	2.494	749	535	4.210	259	209	72	23	20	90	5
2009 May	8.108	2.459	729	521	4.140	260	210	78	19	24	84	5
2009 Jun	8.246	2.494	749	535	4.210	259	233	75	28	19	109	2
2009 Jul	8.261	2.511	767	548	4.176	259	180	62	24	17	72	6
2009 Ago	8.295	2.524	766	547	4.199	259	65	33	4	1	26	1
	Del cual a tipo variable											
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.480	1.724	1.202	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
2008 IV	3.480	1.724	1.202	126	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.589	1.757	1.269	124	369	70	75	32	34	0	5	3
2009 II	3.620	1.740	1.307	123	374	75	65	30	24	1	7	2
2009 May	3.619	1.750	1.305	123	367	73	72	27	34	1	9	1
2009 Jun	3.620	1.740	1.307	123	374	75	50	28	11	2	7	2
2009 Jul	3.640	1.745	1.327	123	370	76	78	30	38	0	8	1
2009 Ago	3.646	1.747	1.331	123	368	78	40	17	12	0	9	2

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas/netas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- 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

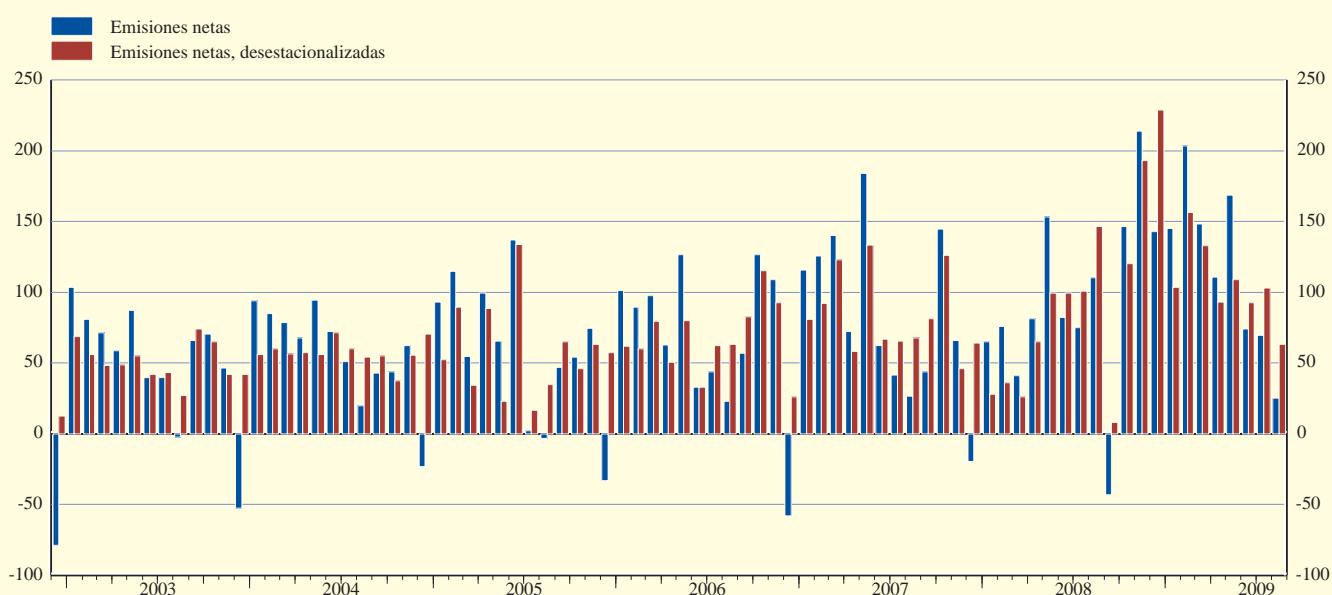
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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	95,2	23,2	35,3	4,0	31,7	1,1	95,9	23,3	34,5	4,1	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	167,6	11,4	81,7	6,2	63,0	5,4	180,7	21,5	56,5	9,2	90,7	2,8
2009 I	165,8	40,5	35,2	7,0	82,1	1,0	130,8	21,1	45,2	5,1	56,9	2,5
II	117,8	21,7	27,7	11,5	54,0	2,9	98,0	21,1	27,4	7,4	39,2	3,0
2009 May	168,7	55,3	33,1	14,4	66,0	-0,2	108,9	31,9	30,5	6,8	39,3	0,5
Jun	73,9	-18,7	17,5	9,2	64,0	1,8	92,4	14,5	13,8	8,5	54,0	1,7
Jul	69,3	18,0	35,6	12,7	0,8	2,2	103,1	13,6	49,2	12,7	24,9	2,7
Ago	25,1	-9,6	3,3	-2,1	32,7	0,9	63,3	-0,5	15,0	2,4	44,6	1,9
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	65,1	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	135,5	25,8	42,1	12,9	51,7	3,1	131,0	17,1	52,2	14,4	44,4	3,0
II	126,0	36,1	29,1	15,9	41,2	3,8	95,0	25,4	28,2	12,3	25,5	3,7
2009 May	174,6	48,4	35,2	19,9	69,0	2,2	111,9	25,6	30,9	13,3	39,6	2,5
Jun	128,5	23,2	20,9	14,3	69,2	0,9	101,4	22,2	16,5	11,2	50,7	0,7
Jul	40,7	23,3	37,9	12,6	-34,3	1,3	82,0	22,4	52,9	13,1	-8,3	1,9
Ago	53,2	21,2	4,6	-0,3	25,5	2,1	101,5	37,5	18,0	2,8	40,4	2,9

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) Los datos mensuales sobre emisiones brutas/netas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

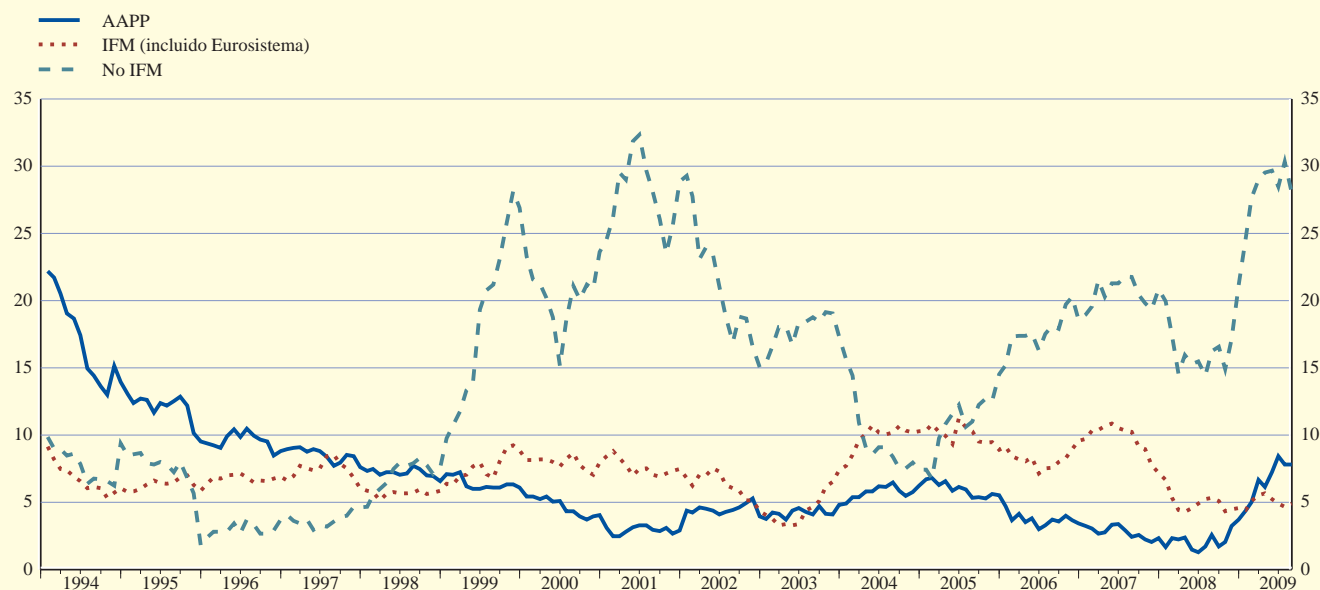
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

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

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.

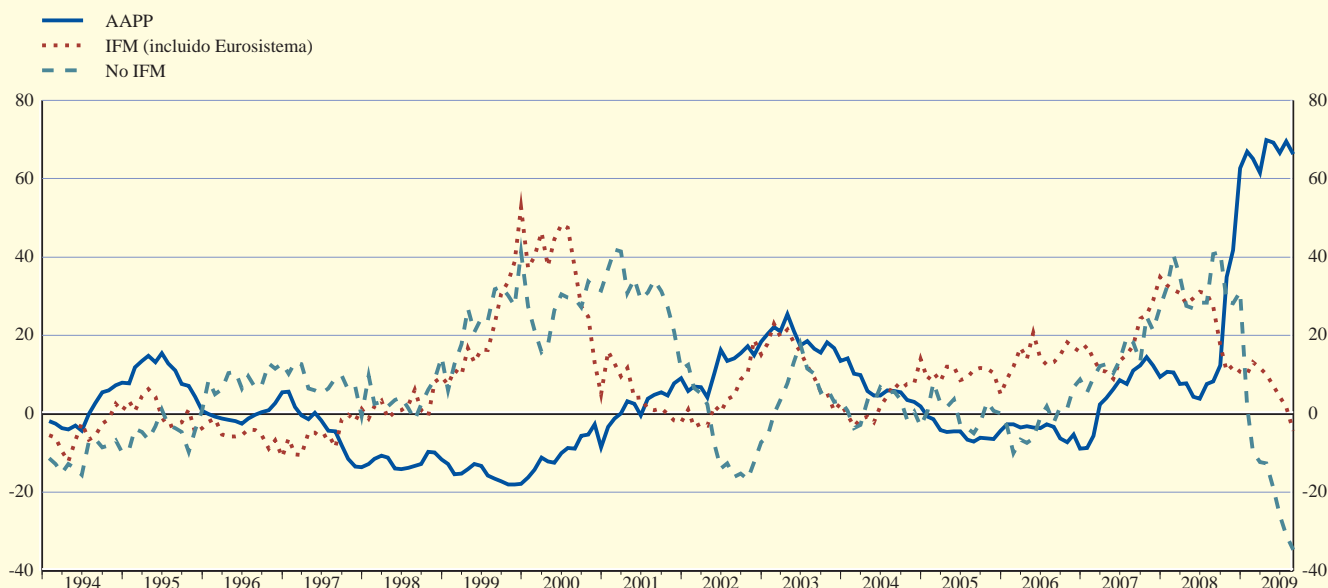
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(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	32,3	3,2	7,7	6,0
2008 IV	3,2	4,5	4,9	4,5	2,3	-0,8	13,1	5,7	34,1	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
2009 II	9,0	6,9	20,4	21,3	7,4	4,5	14,7	3,3	44,3	-1,3	-0,6	20,6
2009 Mar	8,4	6,6	18,1	17,6	7,3	2,6	16,3	5,0	47,1	-0,7	0,4	16,7
2009 Abr	8,4	6,7	19,8	20,1	6,6	5,3	15,6	4,5	45,7	-0,9	-1,5	20,3
2009 May	9,2	7,3	21,1	22,3	7,4	5,0	14,2	2,2	44,5	-2,1	-0,5	20,9
2009 Jun	10,3	7,0	22,6	25,4	9,1	4,2	12,5	1,3	38,7	-1,3	0,1	24,6
2009 Jul	10,4	6,8	26,1	28,5	8,6	3,7	12,5	1,5	39,5	-3,3	-2,3	24,9
2009 Ago	10,6	7,5	24,9	28,1	8,7	3,2	10,9	0,9	35,0	-4,0	-3,8	27,1
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
2008 IV	3,3	4,7	7,2	2,2	2,5	-1,3	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	48,0	0,5	0,9	11,0
2009 II	9,6	8,9	23,4	19,6	7,6	3,9	17,5	5,4	47,4	-2,0	-0,7	22,5
2009 Mar	8,9	8,1	21,7	15,4	7,5	1,9	19,2	7,5	50,2	-1,5	0,3	17,7
2009 Abr	9,0	8,6	23,2	18,2	6,8	4,6	18,4	6,6	48,9	-1,4	-1,6	22,2
2009 May	9,9	9,5	23,9	20,6	7,6	4,4	17,0	4,3	47,5	-2,9	-0,6	22,9
2009 Jun	10,9	8,9	24,5	24,3	9,4	3,5	15,0	3,1	41,7	-2,0	-0,2	26,8
2009 Jul	11,0	9,0	28,0	27,3	8,8	3,0	14,9	3,4	42,1	-3,8	-3,0	27,2
2009 Ago	11,2	9,7	26,9	27,4	8,9	2,6	13,0	2,6	37,3	-4,5	-4,9	29,5

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)

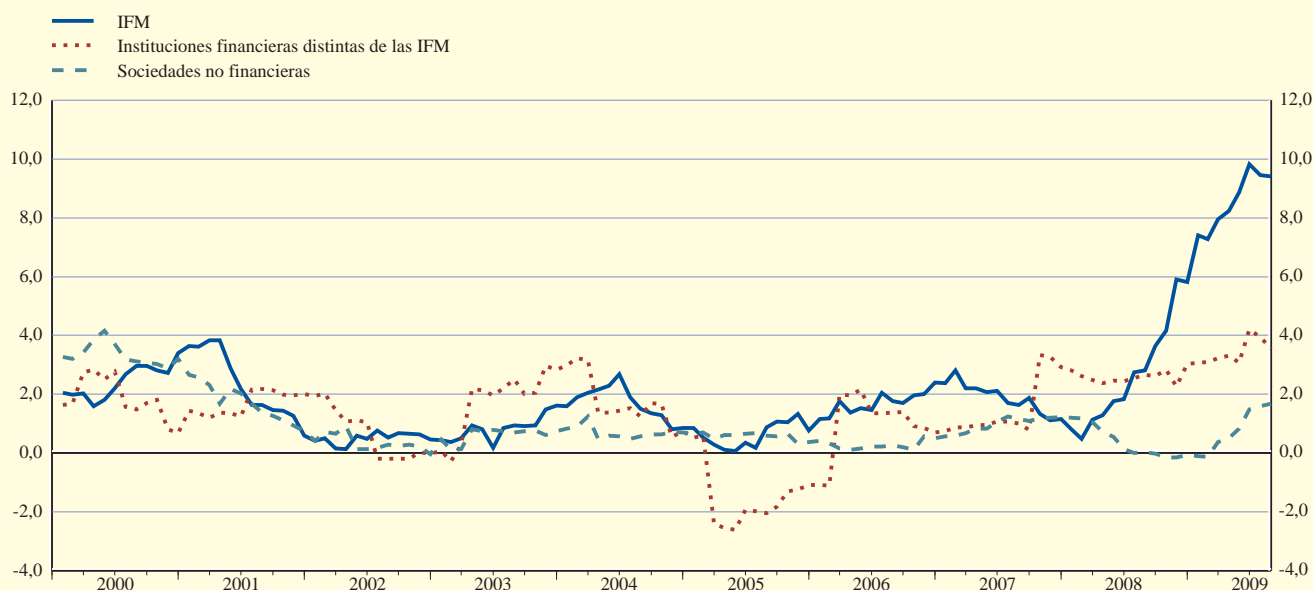
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2001 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 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	3.743,8	105,0	0,7	451,9	4,2	280,2	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
Dic	3.482,6	105,4	1,0	377,0	5,8	269,1	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.286,8	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	4,2	2.824,3	1,5
Jul	3.815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	3,9	3.027,5	1,6
Ago	4.044,3	107,5	2,7	572,4	9,4	301,0	3,6	3.171,0	1,7

C20 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Técnicas para el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento.

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

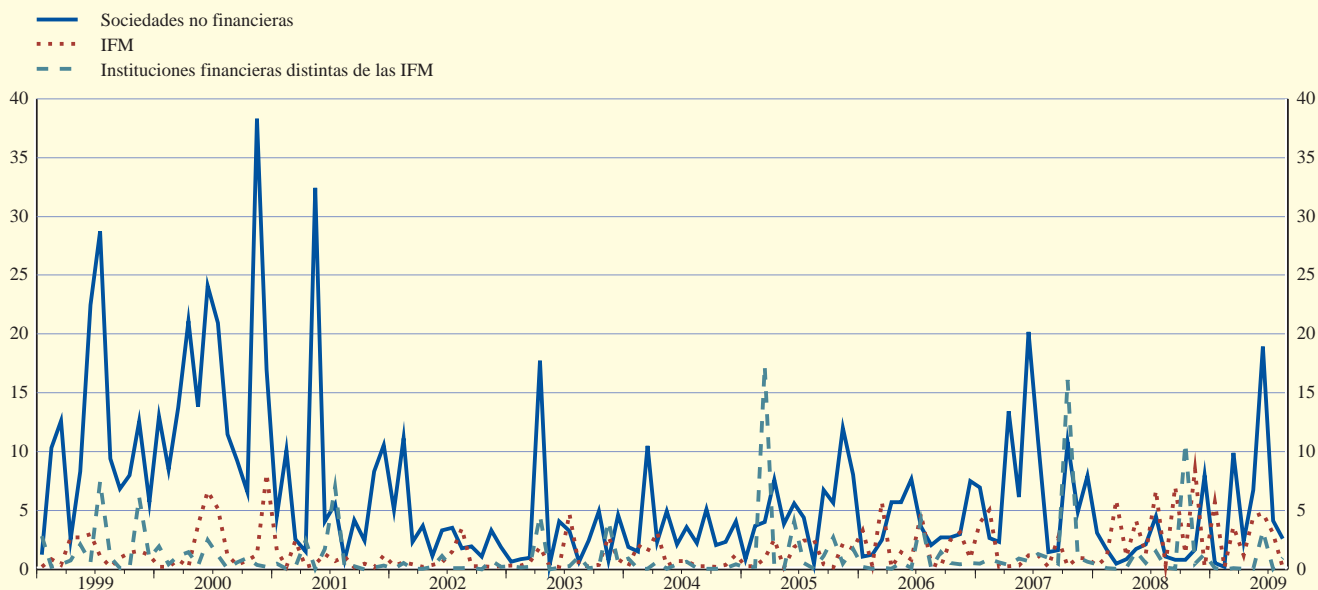
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2007 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	2,9	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-2,0
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	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	2,0	25,0	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	18,9	1,8	17,2
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	3,9
Ago	3,6	3,3	0,2	0,0	0,0	0,0	1,0	1,9	-0,9	2,6	1,4	1,2

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 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	4,15	3,19
Dic	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,61	2,87	4,23	4,08	2,63
2009 Ene	1,02	3,28	3,90	3,52	2,88	4,08	1,26	2,24	3,81	3,76	2,05
Feb	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,10	1,61	3,21	3,89	1,55
Mar	0,80	2,24	2,97	3,07	2,31	3,87	0,93	1,36	2,97	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,77	1,15	2,64	3,07	1,12
May	0,61	1,89	2,42	2,71	1,98	3,62	0,74	1,08	2,39	3,11	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,18	2,57	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,62	1,86	3,38	0,57	0,82	2,48	2,93	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,54	0,71	2,06	2,96	0,57
Sep	0,48	1,61	2,28	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,09	2,73	0,58

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 Oct	10,83	8,81	7,22	8,69	8,90	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80
Nov	10,78	8,85	7,17	8,69	8,88	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
Dic	10,45	8,16	7,03	8,39	8,48	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29
2009 Ene	10,13	8,27	7,03	8,63	8,66	4,37	4,77	4,92	5,00	4,86	4,43	5,44	5,23
Feb	10,15	8,06	6,65	8,49	8,35	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	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,21	4,55	4,68	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
Jun	9,54	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,54	4,76	4,95
Jul	9,30	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	6,53	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,21	4,74	4,82
Sep	9,30	7,72	6,48	7,90	8,05	2,81	4,05	4,48	4,41	3,95	3,14	4,66	4,71

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 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	5,01	4,97
Dic	6,24	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009 Ene	5,65	4,73	5,46	5,24	3,52	3,95	4,58
Feb	5,38	4,32	5,25	4,96	3,12	3,51	4,23
Mar	5,08	4,03	5,06	4,74	2,85	3,22	3,87
Abr	4,72	3,82	5,01	4,60	2,55	3,34	4,01
May	4,64	3,73	5,01	4,52	2,49	3,22	3,98
Jun	4,55	3,64	4,86	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,57	4,79	4,32	2,38	2,89	3,90
Ago	4,24	3,42	4,68	4,24	2,32	2,81	3,83
Sep	4,24	3,36	4,55	4,16	2,09	2,85	3,62

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)

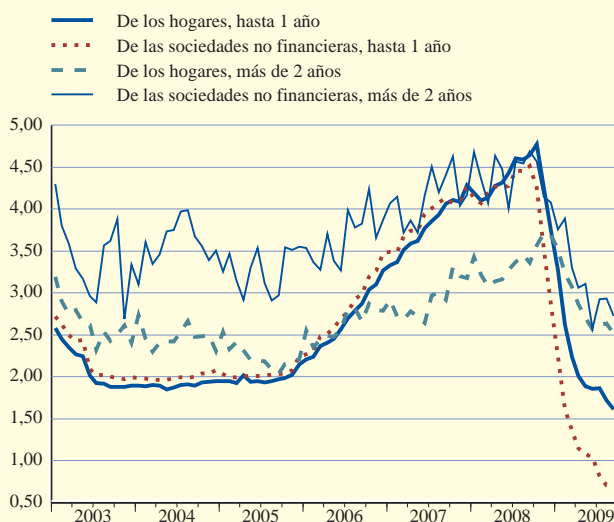
4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	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 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	1,61	4,01	4,30	3,56
2009 Ene	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,26	3,49	4,11	3,09
Feb	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,10	3,18	4,00	2,68
Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,93	2,82	3,87	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,77	2,52	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,98	3,62	0,74	2,37	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,21	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,99	3,53	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,91	3,39	1,53
Sep	0,48	2,82	3,01	1,60	3,12	0,52	1,82	3,40	1,45

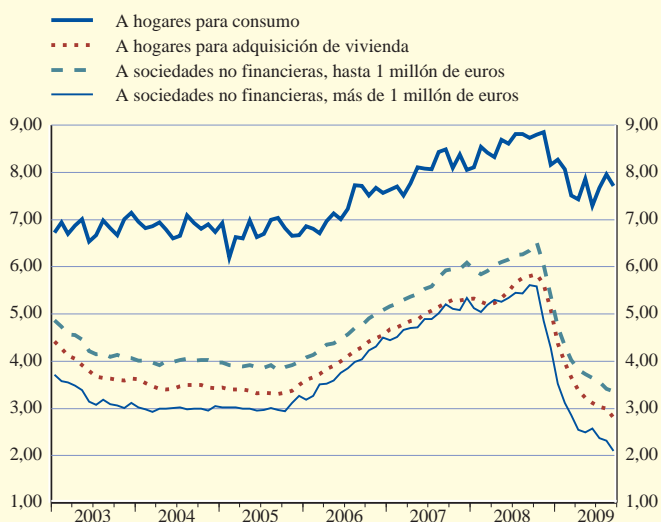
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 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	5,71	5,42	5,27	
2009 Ene	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,10	4,89	4,89	
Feb	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,75	4,59	4,74	
Mar	4,92	4,63	4,78	8,43	7,08	6,07	4,40	4,28	4,48	
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,10	3,98	4,25	
May	4,59	4,45	4,56	8,09	6,92	5,84	4,00	3,84	4,12	
Jun	4,50	4,40	4,46	7,98	6,91	5,79	3,91	3,72	4,00	
Jul	4,31	4,32	4,36	7,82	6,79	5,70	3,73	3,59	3,81	
Ago	4,23	4,25	4,28	7,81	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73	
Sep	4,20	4,25	4,24	7,80	6,78	5,63	3,62	3,44	3,69	

C22 Nuevos depósitos a plazo
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



C23 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo
(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)



Fuente: BCE

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

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

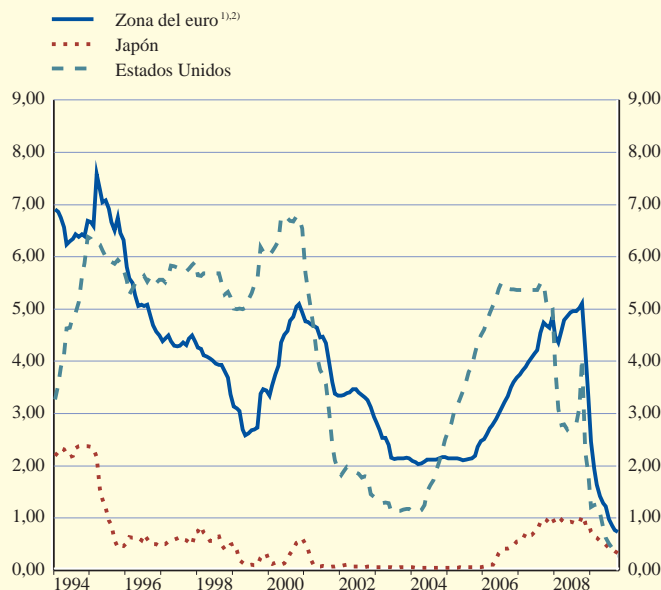
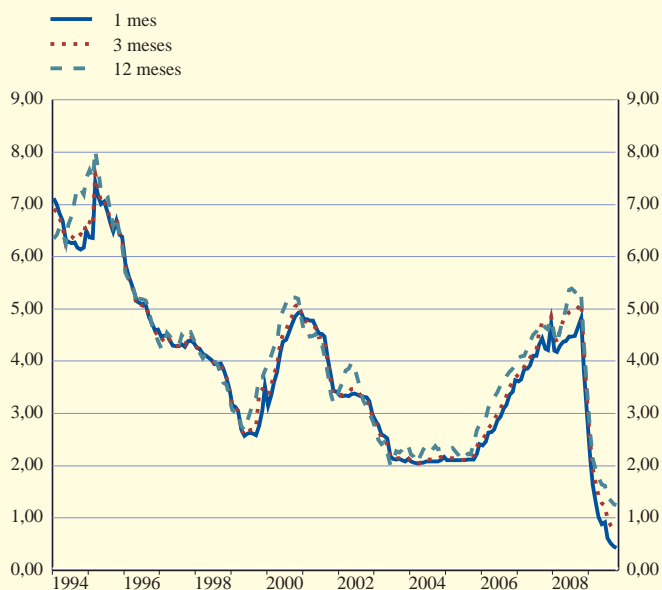
	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) ¹	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) ²	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) ³	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) ⁴	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) ⁵	Depósitos a 3 meses (LIBOR) ⁶	Depósitos a 3 meses (LIBOR) ⁷
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 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 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
Oct	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33

C24 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(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.

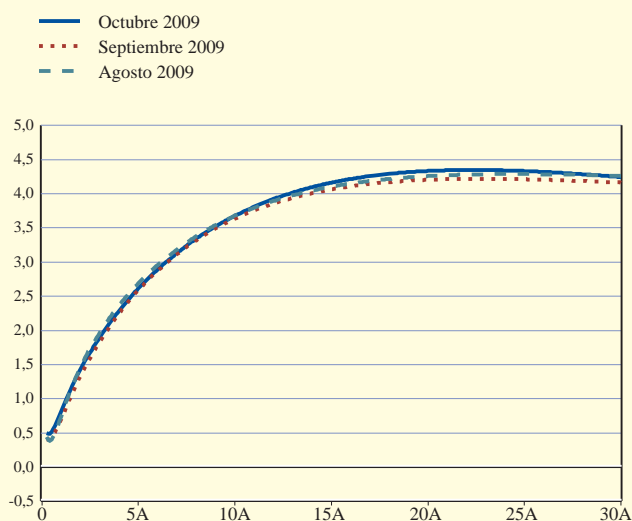
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

(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 III	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
IV	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
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
Nov	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11

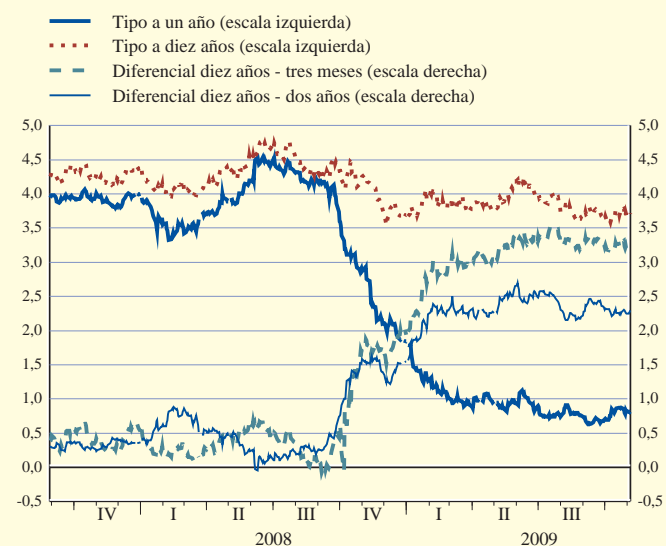
C26 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(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.

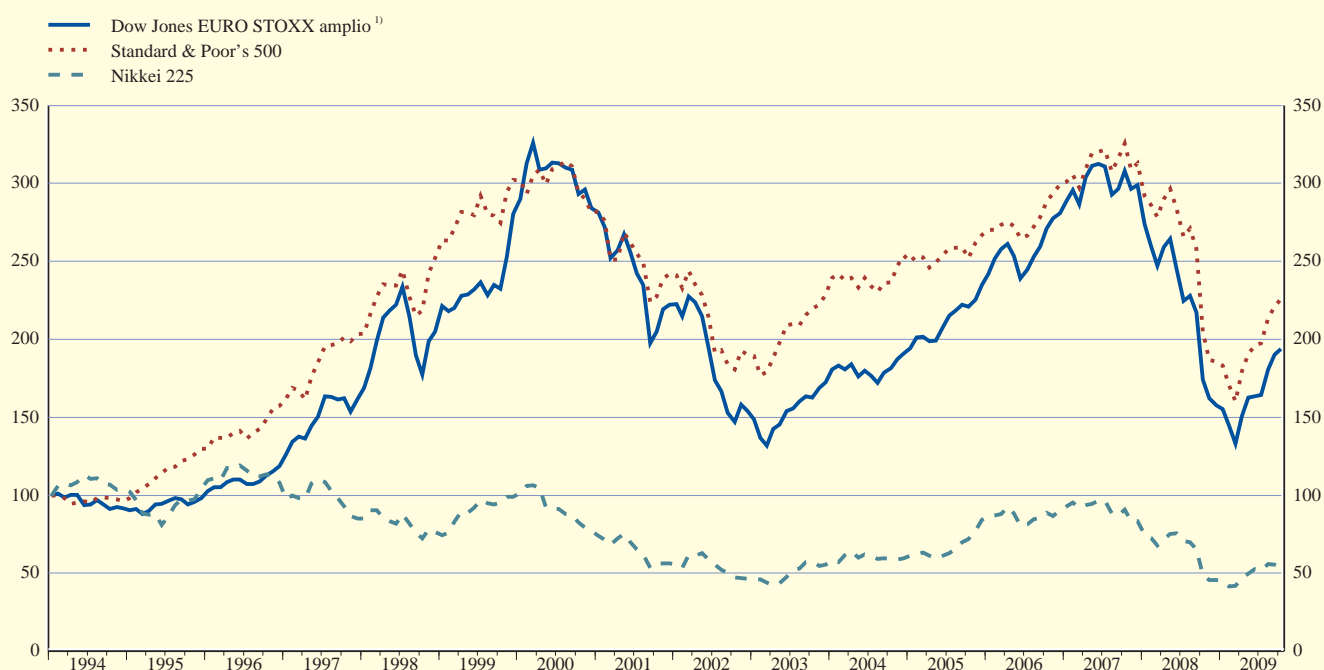
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾													Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	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	13		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
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	
2008 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	
2009 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	
2009 III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3	
2008 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	
2008 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	
2008 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	
2009 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	
2009 Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8	
2009 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	
2009 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	
2009 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	
2009 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	
2009 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	
2009 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	
2009 Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2	

C28 Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

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

	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 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
III	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
2009 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
Sep	-0,2	0,5	-1,3	-2,6	0,5	-11,0	2,0	1,8	2,3	-0,3	1,7	2,1

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>.
- Ponderaciones para 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	1,9	2,8	1,2	0,9	1,3	0,8	13,5	3,7	7,5
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,5	1,4	1,5	13,4	4,9	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,2	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,4	1,7
2008 III	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,7	4,4	21,5	4,8	-
IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,0	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	2,3	-
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	-0,5	-
III	108,0	-7,9	-7,4	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,0	-3,1	-18,1	-	-
2009 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	108,3	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,1	-3,1	-16,7	-	-
Sep	107,9	-7,7	-6,9	-4,3	-7,3	-0,5	-2,7	0,7	-3,2	-17,6	-	-

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					Deflatores del PIB								
		Ponderados ⁷⁾ por las importaciones			Ponderados ⁸⁾ por el destino		Total (índice d.) 2000 = 100)	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
% 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	9,6	-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	-7,8	-11,2	-14,6	-13,1	-15,8	120,0	2,4	2,1	2,0	2,2	1,7	1,4	0,6
2009 I	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,9	1,1	0,5	2,7	0,6	-2,5	-4,5
II	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,1	1,1	0,0	-0,4	1,6	-0,7	-4,0	-6,8
2009 May	42,8	-24,5	-8,4	-32,1	-22,0	-6,8	-32,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun	49,5	-23,6	-13,3	-28,8	-21,9	-12,3	-28,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Jul	46,5	-22,9	-15,3	-26,6	-21,6	-14,3	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago	51,1	-16,2	-10,3	-19,1	-17,5	-16,0	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Sep	46,9	-16,8	-11,2	-19,4	-17,3	-15,3	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct	49,8	-6,1	-0,7	-8,5	-8,1	-10,4	-6,6	-	-	-	-	-	-	-	-

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

1) Los datos se refieren al Euro-16.

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

3) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4) En el año 2005.

5) Los datos trimestrales para el segundo (cuarto) trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera (segunda) mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semianuales es menor que la de los datos anuales.

6) Brent (para entrega en un mes).

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

8) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

9) Los deflatores de las importaciones y la exportaciones se refieren a bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo ¹⁾

(datos desestacionalizados)

	Total (índice 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			6	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	
III	115,6	3,5	-1,1	4,2	2,7	4,5	3,2	2,5	
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	
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	
III	121,9	3,5	3,2	3,1	4,2	4,0	3,0	3,4	
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	
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	
III	105,5	0,0	4,4	-1,0	1,5	-0,4	-0,2	0,8	
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	
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
III	100,4	3,6	3,6	3,5	3,1	3,7	3,8	3,4
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
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 <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

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 la sección 3.1, el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 y 3 de la sección 7.5.

3) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

4) Los datos anuales no están ajustados por 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
2008 III	2.088,9	36,5	418,6	135,3	434,4	593,1	471,0	238,3
2008 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
2009 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
2008 III	-0,4	-0,1	-1,9	-1,5	-0,3	0,0	0,6	-0,1
2008 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
2009 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
2008 III	0,7	2,8	-1,2	-1,4	0,4	1,6	1,8	-1,4
2008 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
2009 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	-
2008 III	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
2008 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	-
2009 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	-
2008 III	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	-
2008 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	-
2009 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 por 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		
	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	108,2	3,7	4,1	4,3	3,7	6,7	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,1
2008	-2,3	106,3	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,2	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,7
2008 III	-2,2	107,3	-1,5	-1,5	-1,6	-2,2	-0,6	-2,2	-7,3	-1,4	-0,2	-4,9
IV	-8,9	98,7	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,7	-11,8	-3,5	-4,2	-8,4
2009 I	-17,0	90,2	-18,5	-20,2	-20,7	-25,3	-23,9	-7,4	-19,9	-5,4	-4,5	-10,4
II	-16,7	89,2	-18,6	-19,5	-20,0	-24,1	-24,3	-6,1	-21,5	-3,4	-8,7	-7,5
2009 Mar	-17,6	88,7	-19,4	-20,4	-20,9	-26,1	-23,3	-7,6	-20,7	-5,4	-10,2	-8,5
Abr	-18,7	88,3	-21,4	-22,1	-22,7	-27,0	-27,5	-7,5	-20,9	-5,2	-12,4	-5,8
May	-16,1	89,2	-17,7	-18,7	-18,9	-23,1	-23,1	-5,4	-19,9	-2,8	-7,6	-8,6
Jun	-15,2	90,0	-16,7	-17,9	-18,5	-22,1	-22,4	-5,3	-23,5	-2,4	-5,7	-8,0
Jul	-15,5	90,2	-15,9	-17,0	-17,8	-19,9	-23,6	-4,1	-20,7	-1,5	-5,6	-9,8
Ago	-14,7	91,2	-15,2	-16,4	-16,3	-18,9	-22,5	-5,8	-19,2	-4,3	-5,9	-10,4
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>											
2009 Mar	-0,9	-	-0,4	-1,0	-0,8	-1,0	0,2	-0,9	-2,6	-0,5	-3,9	0,5
Abr	-1,2	-	-0,5	-0,9	-1,4	-0,1	-1,6	0,3	0,9	0,3	-1,4	0,0
May	0,2	-	1,1	0,4	0,9	1,5	1,0	0,3	-2,0	0,7	1,7	-2,0
Jun	-0,3	-	0,9	-0,3	-0,4	0,6	0,0	-0,2	-3,4	0,1	2,2	-0,3
Jul	-0,9	-	0,2	-0,2	-0,4	1,4	-1,6	0,4	0,7	0,3	0,1	-1,4
Ago	-0,1	-	1,1	0,0	0,6	0,8	1,0	-0,6	5,9	-1,3	0,6	-0,1

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
	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				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
% 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	110,7	10,3	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,3	978	3,3
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,8	104,1	1,6	0,1	2,7	3,5	2,4	970	-0,9
2008	113,3	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,8	-1,7	-0,2	-1,6	-1,9	893	-7,9
2008 IV	94,2	-22,4	107,1	-7,5	-0,3	102,4	-1,8	-2,2	-1,4	-3,1	-2,7	827	-18,5
2009 I	83,5	-31,7	95,1	-21,6	-2,6	101,8	-2,6	-3,6	-1,8	-0,4	-6,1	834	-12,6
II	84,6	-30,4	94,1	-23,2	-2,7	101,5	-1,7	-1,4	-1,9	-2,0	-5,3	936	4,0
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	949	7,7
2009 Abr	83,2	-35,2	94,2	-25,9	-1,8	101,8	-1,2	-0,7	-1,7	-0,1	-5,4	898	-3,7
May	83,5	-30,3	94,5	-23,4	-3,5	101,3	-2,4	-2,2	-2,6	-4,4	-6,0	945	5,7
Jun	87,0	-25,7	93,7	-20,4	-2,7	101,3	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	-4,6	965	10,0
Jul	89,6	-24,9	95,0	-20,7	-2,9	101,1	-1,5	-1,6	-1,6	0,4	-3,3	946	6,9
Ago	91,3	-23,3	97,7	-17,9	-3,2	101,0	-1,7	-0,6	-2,6	-3,9	-2,9	955	5,9
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	947	10,1
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2009 May	-	0,5	-	0,3	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,4	-0,6	-0,5	-	5,2
Jun	-	4,2	-	-0,9	-0,1	-	-0,1	-0,3	0,0	0,5	0,2	-	2,1
Jul	-	3,0	-	1,4	-0,3	-	-0,2	-0,4	-0,2	1,0	0,2	-	-2,0
Ago	-	1,9	-	2,8	0,0	-	-0,1	0,7	-0,4	-2,3	-0,2	-	1,0
Sep	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-0,9

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	70,0	-28	-9	-34	59	-11
III	79,9	-26	-58	12	-9	70,1	-21	-5	-20	51	-9
2009 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	69,6	-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
Oct	86,2	-21	-53	9	-1	70,7	-18	-3	-12	48	-8

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 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	-5
2009 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	-30	-42	-19	-15	-21	11	-14	-9	-15	-10	-2
Oct	-29	-42	-16	-15	-25	10	-12	-7	-10	-9	0

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</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	13,716	9,0	10,674	7,9	3,042	17,5	6,916	8,1	6,800	10,0
2006	12,878	8,3	10,053	7,3	2,825	16,4	6,388	7,5	6,490	9,4
2007	11,662	7,5	9,114	6,6	2,548	14,9	5,733	6,7	5,929	8,5
2008	11,893	7,6	9,270	6,6	2,623	15,4	5,998	6,9	5,896	8,3
2008 III	11,964	7,6	9,321	6,6	2,643	15,5	6,076	7,0	5,888	8,3
IV	12,659	8,0	9,853	7,0	2,806	16,6	6,547	7,6	6,113	8,6
2009 I	13,852	8,8	10,769	7,6	3,083	18,3	7,317	8,5	6,535	9,2
II	14,679	9,3	11,450	8,1	3,228	19,3	7,861	9,1	6,818	9,5
III	15,150	9,6	11,851	8,4	3,299	20,0	8,166	9,5	6,984	9,7
2009 Abr	14,507	9,2	11,305	8,0	3,202	19,1	7,747	9,0	6,760	9,4
May	14,691	9,3	11,452	8,1	3,239	19,3	7,872	9,1	6,819	9,5
Jun	14,839	9,4	11,594	8,2	3,245	19,5	7,964	9,2	6,874	9,6
Jul	14,988	9,5	11,720	8,3	3,268	19,8	8,071	9,3	6,917	9,6
Ago	15,140	9,6	11,843	8,4	3,297	20,0	8,156	9,4	6,984	9,7
Sep	15,323	9,7	11,991	8,5	3,333	20,1	8,272	9,6	7,051	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	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾	
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Pagos sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por inst. de la UE			
												1		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,9

3. Zona del euro – Déficit/superávit, déficit/superávit primario y consumo público

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público 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	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+) 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	-5,2	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,9	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,3	-2,6	0,5	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,3	-3,7	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,2	0,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,2	-7,7	-4,1	-3,4	-2,7	0,9	2,5	-4,7	0,7	-0,4	-2,7	-1,8	-2,3	4,5

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos al déficit/superávit por países.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, los empleos y los déficits/superávits 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	72,0	2,9	14,5	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,3
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,0	22,1	12,3	9,6	25,2
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	41,8	20,6	11,0	10,2	26,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,0	19,4	10,6	10,0	28,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,3	19,6	11,0	8,6	29,8
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	37,5	18,5	10,7	8,3	31,9
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,2	35,5	17,2	11,1	7,1	34,6
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,4	9,4	7,0	34,4
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,8	8,6	6,7	33,9
2008	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4	32,5	17,2	8,2	7,1	36,8

2. Zona del euro – Por emisor, plazo y moneda de denominación

	Total	Emitido por 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	Otras monedas
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,6	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,2	22,7	29,1	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,1	4,5	17,8	22,2	29,3	68,6	0,7

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,1	68,0	27,6	100,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,2	51,8	63,9	63,6	27,0	34,2	41,8
2006	88,1	67,6	25,0	97,1	39,6	63,7	106,5	64,6	6,6	63,6	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,3
2007	84,2	65,0	25,1	95,6	36,1	63,8	103,5	58,3	6,6	62,0	45,5	59,5	63,6	23,3	29,3	35,2
2008	89,8	65,9	44,1	99,2	39,7	67,4	105,8	48,4	13,5	63,8	58,2	62,6	66,3	22,5	27,7	34,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda 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	1,2	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,2
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,1	2,5
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,0	0,2	-0,3	1,1
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	1,3	0,9	-0,2	3,8

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) 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	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

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

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2003 II	45,8	44,3	11,9	12,7	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,4
III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,2	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	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,7	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,4	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	13,5	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,6
2008 I	42,2	41,9	10,6	12,9	14,8	1,7	1,0	0,3	0,2	38,6
II	45,1	44,7	12,8	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,7	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,0	0,5	0,3	43,6
2009 I	42,2	42,0	10,5	12,4	15,5	1,8	1,0	0,2	0,2	38,7
II	44,6	44,0	11,7	12,5	15,6	2,0	1,4	0,6	0,5	40,3

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/superávit (+)	Déficit (-)/superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales	Subvenciones	Inversión			Transf. de capital
2003 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	51,0	46,2	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,1
IV	50,9	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	-1,7
II	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,3
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,5	2,9	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,0	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,3
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,3	41,2	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,8	1,2	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,0
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,8	-0,6	2,2
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	2,9	24,2	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,5
II	45,3	41,9	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	1,1	3,4	2,3	1,1	-0,2	3,0
III	45,4	41,9	9,7	4,8	3,0	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,1	-2,3	0,7
IV	51,8	46,7	11,0	6,1	2,8	26,9	23,0	1,4	5,1	3,4	1,7	-3,0	-0,2
2009 I	48,3	44,9	10,6	5,2	2,9	26,2	22,3	1,3	3,4	2,1	1,2	-6,1	-3,1
II	49,7	45,9	10,8	5,5	3,2	26,4	23,0	1,3	3,9	2,6	1,2	-5,1	-2,0

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, empleos y déficits/superávits 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 III	69,9	2,5	11,6	4,7	51,1
IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,6	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,9	2,1	11,1	5,0	48,7
II	67,2	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4
2009 I	72,7	2,3	11,0	7,9	51,5
II	75,8	2,3	11,5	8,4	53,5

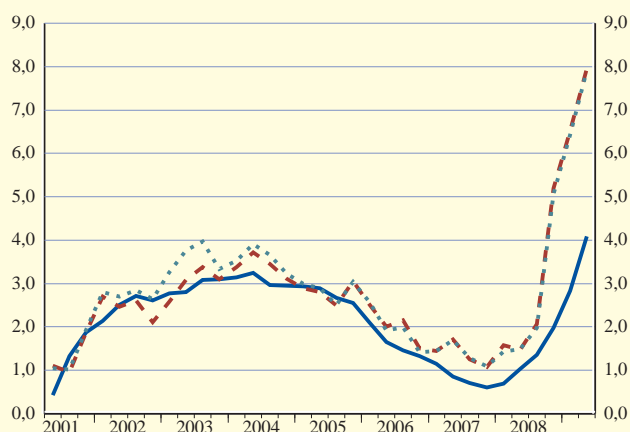
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación 11
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10	
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7	Acciones y otras participaciones 8			
2006 III	1,2	-1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,2	0,9
IV	-2,9	-1,0	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,4	-2,1	2,3	2,0	1,0	0,0	0,6	0,2	-0,7	1,0	5,1
II	4,2	1,2	5,3	5,0	4,1	0,0	0,6	0,4	0,6	-0,3	3,5
III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	0,1	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,7
IV	-3,4	-0,6	-3,9	-2,8	-1,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-1,0	-3,3
2008 I	6,3	-2,5	3,8	3,1	1,9	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,7	6,3
II	3,7	-0,2	3,5	3,4	1,8	0,3	1,1	0,1	0,0	0,0	3,7
III	1,9	-2,3	-0,5	-0,9	-1,6	0,0	0,1	0,6	0,5	0,0	1,4
IV	8,9	-3,0	5,9	6,5	1,1	2,6	0,8	2,0	0,1	-0,7	8,8
2009 I	11,9	-6,1	5,8	5,4	4,8	-0,1	-0,2	0,9	-0,3	0,7	12,2
II	9,3	-5,1	4,2	3,4	1,9	-0,8	1,0	1,2	-0,2	1,0	9,6

C29 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

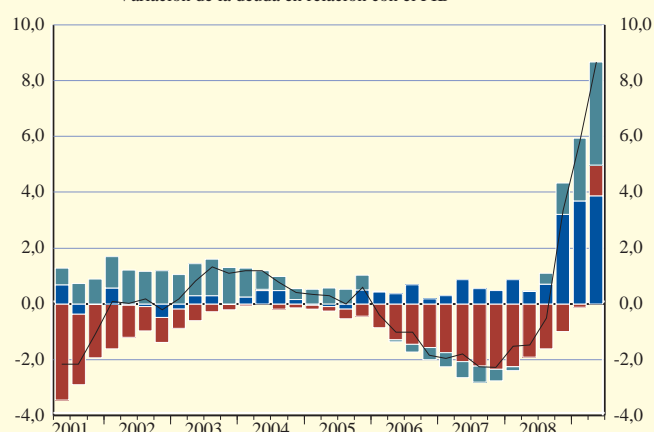
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



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

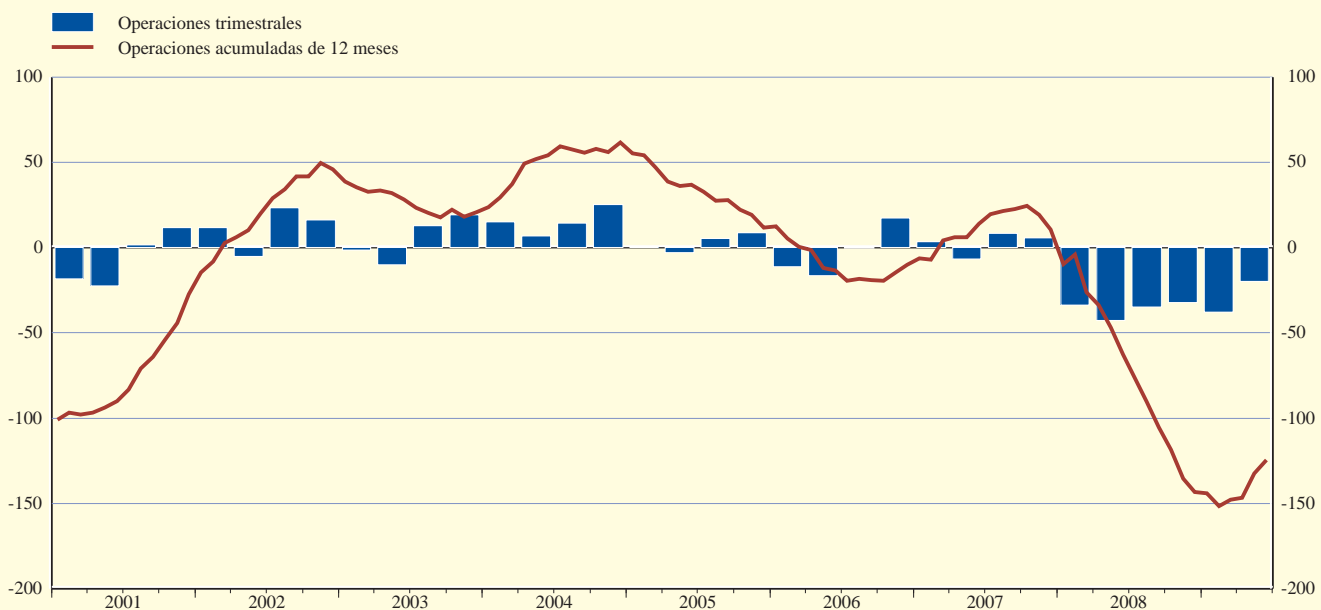
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financia- ción 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	-10,2	10,7	41,6	17,3	-79,8	9,1	-1,1	-9,1	-160,2	188,7	-0,6	-35,7	-1,3	10,2
2007	10,6	46,0	48,3	2,8	-86,4	5,0	15,7	-1,2	-72,9	151,3	-64,6	-9,9	-5,1	-14,4
2008	-143,3	-11,4	40,6	-74,4	-98,1	10,0	-133,3	163,9	-189,0	350,5	-65,7	72,1	-3,9	-30,7
2008 II	-42,8	4,9	12,6	-41,7	-18,6	2,0	-40,8	33,9	-44,8	14,8	-11,9	75,9	0,0	6,8
III	-34,7	-10,4	12,9	-12,8	-24,4	1,7	-32,9	58,3	-23,6	114,7	-8,2	-26,1	1,6	-25,4
IV	-32,2	-1,9	7,1	-11,7	-25,7	1,7	-30,5	41,5	-61,1	152,7	-13,3	-36,1	-0,5	-11,0
2009 I	-38,0	-7,7	0,5	-2,3	-28,4	1,4	-36,6	55,8	-58,8	129,9	-5,3	-15,7	5,7	-19,1
II	-19,8	12,5	7,4	-24,7	-15,0	2,4	-17,4	10,2	-0,6	98,1	20,3	-105,3	-2,4	7,3
2008 Ago	-15,4	-7,8	4,8	-4,2	-8,2	0,5	-14,9	10,8	-11,6	21,7	-10,2	8,5	2,3	4,1
Sep	-11,0	-2,5	4,0	-4,4	-8,0	0,4	-10,6	23,9	-21,6	84,6	3,3	-44,0	1,6	-13,3
Oct	-9,1	3,2	1,4	-2,7	-11,0	0,2	-9,0	12,8	-4,8	101,1	0,6	-76,2	-8,0	-3,8
Nov	-17,4	-4,8	1,9	-5,3	-9,2	1,6	-15,8	12,7	-53,5	50,2	-10,3	26,7	-0,4	3,2
Dic	-5,7	-0,2	3,8	-3,8	-5,5	-0,1	-5,7	16,1	-2,8	1,4	-3,7	13,4	7,9	-10,3
2009 Ene	-24,0	-10,6	0,2	-3,2	-10,4	0,2	-23,8	31,8	-22,8	-6,4	3,4	52,4	5,3	-8,0
Feb	-5,4	-0,1	0,4	0,0	-5,6	0,5	-4,9	11,2	-11,7	67,3	-1,3	-44,3	1,2	-6,3
Mar	-8,6	3,0	-0,2	0,9	-12,3	0,7	-7,9	12,7	-24,3	69,0	-7,3	-23,8	-0,8	-4,9
Abr	-10,2	4,0	1,8	-7,8	-8,1	1,9	-8,2	16,1	4,8	18,2	8,9	-16,0	0,1	-7,9
May	-13,2	2,0	3,1	-12,2	-6,1	0,2	-13,0	5,3	6,0	37,9	9,2	-45,5	-2,2	7,7
Jun	3,5	6,5	2,5	-4,7	-0,8	0,2	3,8	-11,2	-11,4	42,0	2,3	-43,8	-0,4	7,5
Jul	10,1	12,6	4,4	-0,4	-6,6	0,6	10,7	-9,7	8,5	-3,0	7,7	-19,9	-3,0	-1,0
Ago	-4,2	-0,6	2,7	1,7	-8,0	0,6	-3,5	0,2	3,8	53,4	-5,9	-51,4	0,2	3,4
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2009 Ago	-95,1	12,4	25,9	-41,9	-91,6	7,1	-88,0	121,8	-129,8	515,7	6,7	-272,3	1,5	-33,8

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

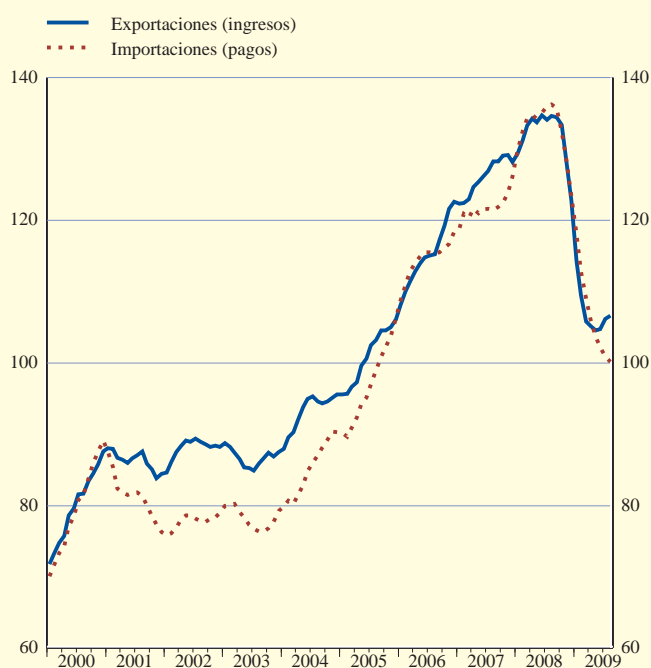
(mm de euros; operaciones)

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.	12	Remesas trabajad.	13	14	15
2006	2.429,1	2.439,3	-10,2	1.396,4	1.385,7	441,2	399,6	499,9	482,7	91,6	5,4	171,4	17,4	23,8	14,7
2007	2.697,0	2.686,3	10,6	1.516,5	1.470,5	491,8	443,5	597,4	594,7	91,3	6,4	177,7	20,6	25,7	20,7
2008	2.744,9	2.888,1	-143,3	1.581,0	1.592,4	509,9	469,2	565,1	639,6	88,8	6,7	186,9	21,4	24,2	14,2
2008 II	702,5	745,3	-42,8	407,7	402,8	127,4	114,8	145,4	187,1	22,0	1,5	40,6	5,3	6,4	4,4
III	692,4	727,0	-34,7	403,0	413,4	137,2	124,2	138,2	150,9	14,0	1,8	38,4	5,4	4,9	3,2
IV	674,0	706,2	-32,2	379,5	381,3	128,0	120,9	139,6	151,3	27,0	1,8	52,7	5,6	5,3	3,7
2009 I	561,1	599,1	-38,0	307,8	315,6	108,8	108,3	118,8	121,1	25,7	1,4	54,1	5,0	4,1	2,7
II	560,1	579,9	-19,8	312,3	299,7	113,3	106,0	113,7	138,4	20,8	1,5	35,8	5,4	4,8	2,5
2009 Jun	195,3	191,7	3,5	109,4	102,8	38,8	36,3	37,9	42,6	9,2	.	10,0	.	1,2	1,0
Jul	199,6	189,5	10,1	117,3	104,8	42,7	38,3	35,2	35,6	4,3	.	10,9	.	1,4	0,8
Ago	172,8	177,0	-4,2	93,9	94,5	41,1	38,4	33,2	31,5	4,7	.	12,6	.	1,4	0,7
	Datos desestacionalizados														
2008 II	700,6	729,6	-28,9	404,1	405,1	128,3	117,6	143,0	158,5	25,3	.	48,4	.	.	.
III	692,1	729,6	-37,5	403,4	407,0	127,1	118,4	141,1	160,9	20,4	.	43,3	.	.	.
IV	650,5	693,2	-42,8	368,4	370,2	125,7	118,1	134,7	156,5	21,7	.	48,4	.	.	.
2009 I	581,5	618,9	-37,4	317,6	327,2	119,4	113,7	123,1	132,2	21,5	.	45,8	.	.	.
II	564,7	576,5	-11,8	314,2	306,6	115,1	109,5	112,4	118,0	23,1	.	42,4	.	.	.
2009 Mar	192,0	201,4	-9,3	105,5	106,4	39,3	37,7	40,0	41,6	7,2	.	15,7	.	.	.
Abr	187,7	195,0	-7,3	104,0	102,9	39,3	36,8	36,9	40,4	7,5	.	14,8	.	.	.
May	188,2	191,5	-3,3	104,0	101,8	38,8	36,3	38,5	39,2	6,9	.	14,3	.	.	.
Jun	188,8	189,9	-1,2	106,1	101,9	37,0	36,4	37,0	38,4	8,7	.	13,3	.	.	.
Jul	189,3	184,4	4,9	108,4	99,0	38,1	35,0	36,2	37,6	6,6	.	12,8	.	.	.
Ago	185,9	186,0	-0,1	105,5	99,5	38,6	36,8	35,3	35,9	6,6	.	13,8	.	.	.

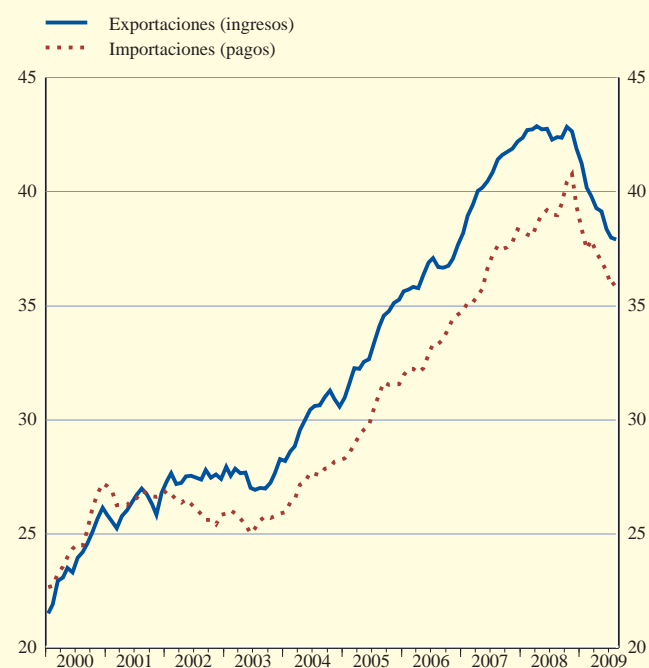
C32 Bienes

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C33 Servicios

(mm de euros, datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4
2008 II	4,7	2,6	140,7	184,4	42,9	2,2	39,4	7,7	7,6	6,9	14,5	56,6	30,4	31,3	45,3	50,3
III	4,6	3,1	133,5	147,8	39,0	10,7	37,7	20,3	7,1	6,2	10,2	23,2	32,1	31,0	45,1	49,8
IV	4,9	2,7	134,7	148,6	38,4	2,9	38,4	12,8	8,7	6,4	8,3	20,2	30,8	33,6	48,4	50,0
2009 I	4,7	2,0	114,1	119,1	37,9	12,1	28,4	17,2	5,5	5,9	6,5	13,0	25,8	36,3	38,3	35,6
II	4,6	2,7	109,1	135,7	35,9	2,7	28,4	5,8	5,7	5,8	8,7	36,5	24,2	35,5	34,5	29,6

3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

III 2008 a II 2009	Total	Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.487,5	883,2	53,3	73,3	446,9	252,2	57,7	37,2	33,0	82,4	28,8	51,5	85,9	176,0	356,4	753,0
Bienes	1.402,6	472,0	32,0	45,3	201,4	193,2	0,0	20,4	17,1	64,1	21,6	30,7	64,7	87,4	172,3	452,3
Servicios	487,2	162,0	11,8	12,6	104,6	27,5	5,4	7,3	6,6	14,1	5,4	10,8	12,7	48,4	75,9	144,1
Renta	510,2	186,6	8,7	13,8	128,7	28,4	7,0	9,3	8,6	3,9	1,7	9,7	8,1	33,5	101,9	147,0
Rentas de la inversión	491,4	180,1	8,6	13,7	127,0	27,7	3,1	9,2	8,5	3,8	1,7	9,7	8,0	26,5	100,0	143,7
Transferencias corrientes	87,5	62,7	0,7	1,5	12,1	3,1	45,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,4	9,7
Cuenta de capital	19,1	17,0	0,0	0,0	1,1	0,1	15,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5	1,1	
		Pagos														
Cuenta corriente	2.612,2	826,0	44,2	75,8	392,9	214,2	99,0	-	28,5	-	-	91,5	-	168,3	370,1	-
Bienes	1.410,1	387,2	28,4	42,2	152,3	164,3	0,0	24,6	12,7	172,1	19,7	47,7	90,0	76,5	135,0	444,6
Servicios	459,4	140,0	7,9	11,5	87,2	33,2	0,2	5,4	6,2	11,0	4,5	7,9	8,5	38,3	99,8	137,9
Renta	561,8	189,3	7,0	21,0	141,3	12,1	7,9	-	7,9	-	-	35,3	-	47,8	128,3	-
Rentas de la inversión	551,2	183,1	6,9	20,9	139,7	7,6	7,9	-	7,8	-	-	35,2	-	47,2	127,4	-
Transferencias corrientes	181,0	109,7	0,9	1,1	12,1	4,6	90,8	1,5	1,8	2,8	0,7	0,6	0,5	5,8	6,9	50,8
Cuenta de capital	12,0	2,3	0,0	0,1	1,1	0,2	0,9	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	7,6
		Neto														
Cuenta corriente	-124,7	57,2	9,1	-2,5	53,9	38,0	-41,3	-	4,5	-	-	-40,0	-	7,7	-13,6	-
Bienes	-7,5	84,8	3,6	3,1	49,2	28,9	0,0	-4,2	4,4	-108,0	1,9	-17,1	-25,3	10,9	37,3	7,7
Servicios	27,8	22,0	3,9	1,2	17,4	-5,7	5,2	1,9	0,5	3,0	1,0	2,9	4,2	10,1	-23,9	6,2
Renta	-51,6	-2,7	1,7	-7,1	-12,7	16,3	-0,9	-	0,7	-	-	-25,6	-	-14,3	-26,5	-
Rentas de la inversión	-59,9	-3,0	1,7	-7,2	-12,7	20,1	-4,8	-	0,8	-	-	-25,5	-	-20,7	-27,4	-
Transferencias corrientes	-93,4	-47,0	-0,2	0,3	0,0	-1,5	-45,6	-1,2	-1,1	-2,5	-0,6	-0,2	-0,1	1,0	-0,6	-41,1
Cuenta de capital	7,2	14,7	0,0	-0,1	0,0	0,0	14,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-6,5

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, 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)														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,1	141,9	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	156,7	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,4	4.720,4	325,8
2007	13.906,9	15.155,8	-1.248,9	154,5	168,4	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.381,3	5.468,6	347,2
2008	13.312,5	14.949,2	-1.636,7	143,6	161,3	-17,7	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.466,1	5.653,6	374,2
2009 I	13.110,5	14.763,2	-1.652,8	142,6	160,6	-18,0	3.837,7	3.237,8	3.638,4	6.015,7	-50,7	5.289,4	5.509,8	395,7
II	13.248,6	14.820,6	-1.572,0	145,7	163,0	-17,3	3.958,1	3.318,5	3.859,5	6.300,3	-57,9	5.107,3	5.201,8	381,5
Variaciones de los saldos vivos														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,5	1.845,7	-300,2	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	691,9	668,4	5,7
2007	1.522,9	1.756,0	-233,1	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	827,9	748,1	21,4
2008	-594,4	-206,6	-387,8	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	84,8	185,1	27,0
2009 I	-202,0	-186,0	-16,1	-9,2	-8,5	-0,7	93,2	20,7	-125,5	-62,9	-14,5	-176,8	-143,8	21,6
II	138,1	57,3	80,8	6,2	2,6	3,6	120,5	80,7	221,1	284,6	-7,2	-182,0	-308,0	-14,2
Operaciones														
2005	1.358,3	1.320,7	37,6	16,7	16,2	0,5	358,4	152,4	416,2	524,5	17,3	584,3	643,7	-18,0
2006	1.728,3	1.719,1	9,1	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	788,9	753,2	1,3
2007	1.940,9	1.939,7	1,2	21,6	21,6	0,0	481,2	408,3	436,7	587,9	64,6	953,4	943,4	5,1
2008	480,6	644,5	-163,9	5,2	7,0	-1,8	326,5	137,5	-9,0	341,5	65,7	93,4	165,5	3,9
2008 IV	-334,6	-293,1	-41,5	-14,1	-12,4	-1,8	46,8	-14,3	-166,1	-13,4	13,3	-229,2	-265,3	0,5
2009 I	-204,1	-148,4	-55,8	-9,3	-6,8	-2,5	100,1	41,3	-71,2	58,7	5,3	-232,7	-248,4	-5,7
II	-232,2	-13,0	-10,2	-1,0	-0,6	-0,5	92,8	92,3	41,1	139,2	-20,3	-139,2	-244,5	2,4
2009 Abr	106,4	122,5	-16,1	.	.	.	64,6	69,4	4,4	22,6	-8,9	46,5	30,5	-0,1
May	-124,2	-118,8	-5,3	.	.	.	13,0	19,0	22,0	59,8	-9,2	-152,2	-197,7	2,2
Jun	-5,5	-16,7	11,2	.	.	.	15,2	3,8	14,8	56,8	-2,3	-33,5	-77,3	0,4
Jul	-35,3	-45,0	9,7	.	.	.	9,5	18,0	6,5	3,5	-7,7	-46,7	-66,6	3,0
Ago	26,7	26,8	-0,2	.	.	.	16,2	20,0	30,9	84,3	5,9	-26,1	-77,5	-0,2
Otros flujos														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-418,0	-183,7	-234,3	-4,6	-2,0	-2,6	-61,8	-7,0	-177,2	18,6	-69,8	-125,5	-195,3	16,3
2008	-1.075,0	-851,1	-223,9	-11,6	-9,2	-2,4	-154,9	-51,2	-858,7	-819,5	-75,9	-8,6	19,6	23,1
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-227,3	-116,0	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,7	-99,9	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-533,1	-293,0	-240,1	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-221,2	-107,5	.	-185,0	-179,5	-13,7
2008	-43,6	64,7	-108,2	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	-1,5	47,4	.	-34,0	17,5	9,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,0	55,5	-183,5	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	18,6	.	8,7	38,4	1,2
2007	32,7	-15,4	48,1	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-31,0	13,9	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-17,6	186,3	-203,9	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-53,6	96,8	.	25,4	2,1	-7,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2004	10,6	8,8	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	10,7	.	12,0	9,5	-4,1
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,4	-	.	.	.	15,3	14,9	10,0	9,8	.	21,0	20,0	1,6
2008 IV	3,4	4,3	-	.	.	.	9,2	4,4	-0,5	5,4	.	1,7	3,1	1,1
2009 I	-2,3	-0,8	-	.	.	.	7,7	2,8	-4,4	3,8	.	-7,8	-7,5	-1,8
II	-3,1	-1,7	-	.	.	.	9,3	6,1	-6,1	3,8	.	-8,9	-11,5	-1,2

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

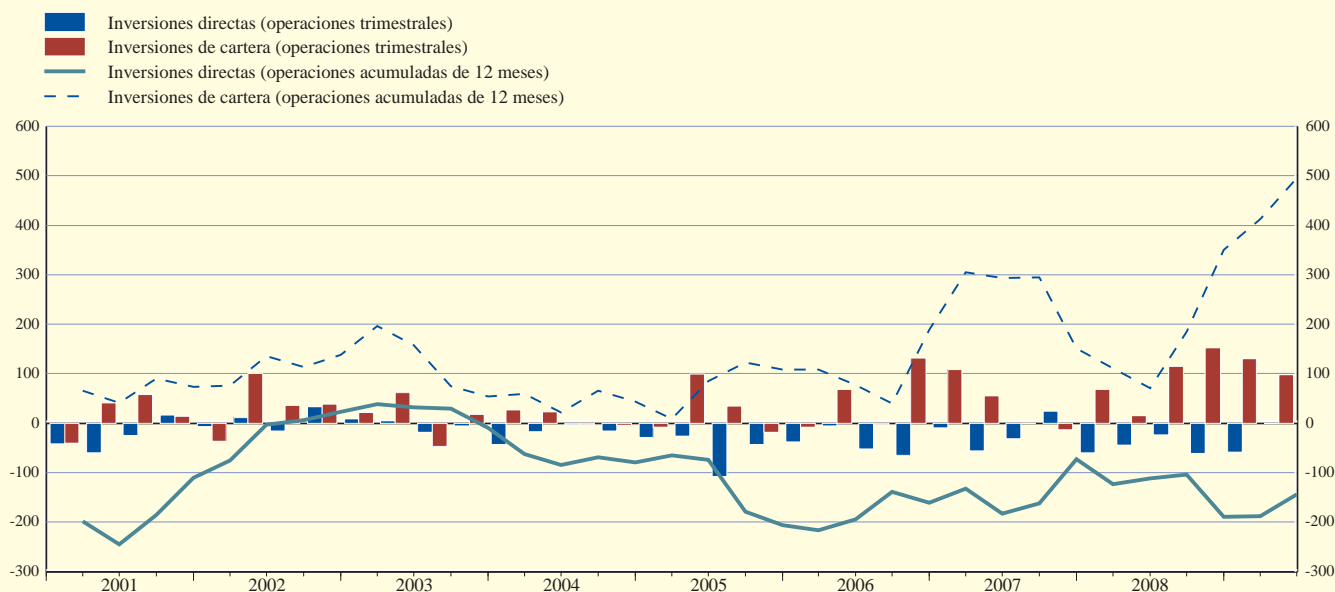
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período, operaciones durante el período)

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)														
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 I	3.837,7	2.988,9	253,9	2.735,1	848,7	10,6	838,1	3.237,8	2.427,6	78,7	2.348,9	810,1	16,8	793,4
II	3.958,1	3.092,0	266,5	2.825,5	866,1	10,4	855,7	3.318,5	2.492,7	80,9	2.411,9	825,8	16,6	809,1
Operaciones														
2007	481,2	373,0	25,5	347,4	108,2	-0,1	108,4	408,3	310,5	5,1	305,4	97,8	1,4	96,4
2008	326,5	198,1	2,2	195,9	128,4	-0,2	128,6	137,5	91,3	-1,0	92,2	46,2	1,6	44,6
2008 IV	46,8	26,7	-1,6	28,3	20,1	-0,3	20,3	-14,3	20,3	0,1	20,1	-34,6	-0,2	-34,4
2009 I	100,1	55,6	20,4	35,2	44,6	0,9	43,7	41,3	44,0	1,2	42,8	-2,7	0,1	-2,8
II	92,8	75,4	9,5	65,9	17,4	0,6	16,8	92,3	71,0	1,3	69,7	21,2	0,4	20,8
2009 Abr	64,6	54,2	6,3	48,0	10,3	1,5	8,8	69,4	59,6	-0,9	60,5	9,8	0,1	9,7
May	13,0	7,0	0,4	6,6	6,1	0,1	6,0	19,0	6,3	2,2	4,1	12,8	-0,6	13,4
Jun	15,2	14,2	2,8	11,4	1,0	-1,1	2,0	3,8	5,1	0,0	5,1	-1,3	0,9	-2,2
Jul	9,5	2,3	3,0	-0,7	7,3	-0,1	7,3	18,0	14,1	0,3	13,8	3,9	0,9	3,1
Ago	16,2	11,7	2,2	9,5	4,5	0,3	4,2	20,0	12,9	0,3	12,6	7,1	0,0	7,1
Tasas de crecimiento														
2006	15,0	14,8	19,5	14,4	16,2	-2,9	16,3	10,5	12,2	10,3	12,3	5,4	-1,2	5,5
2007	15,3	14,6	11,3	14,9	18,5	-55,0	18,7	14,9	14,8	8,3	15,0	15,3	6,3	15,5
2008 IV	9,2	6,9	0,8	7,5	18,8	-1,6	19,1	4,4	3,8	-1,4	4,0	6,4	9,9	6,3
2009 I	7,7	5,4	5,9	5,3	16,8	-20,9	17,3	2,8	4,1	-0,1	4,2	-0,8	9,8	-1,1
II	9,3	7,9	7,8	7,9	14,5	5,7	14,6	6,1	7,4	4,6	7,5	2,1	4,9	2,1

C34 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
				Euro-sistema	AAPP		IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM				
								Euro-sistema	AAPP			Total	IFM	Euro-sistema	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8			9	10					11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 I	3.638,4	1.068,8	60,8	2,9	1.008,0	27,3	2.139,5	946,9	17,1	1.192,6	17,4	430,1	360,5	58,9	69,6	1,7
II	3.859,5	1.209,2	66,7	3,0	1.142,4	29,2	2.220,2	927,7	17,3	1.292,5	18,2	430,2	353,1	55,3	77,0	1,5
Operaciones																
2007	436,7	64,2	26,7	0,0	37,5	8,2	291,5	148,3	4,9	143,2	3,3	81,0	63,4	26,3	17,6	0,8
2008	-9,0	-101,8	-37,9	0,6	-63,9	0,1	95,4	43,9	3,3	51,5	2,6	-2,5	26,8	15,1	-29,4	0,4
2008 IV	-166,1	-54,1	-4,0	0,4	-50,0	-1,4	-62,8	-16,7	-1,1	-46,1	-0,4	-49,3	-22,1	-5,1	-27,2	0,2
2009 I	-71,2	-38,1	-5,7	0,0	-32,4	0,1	-56,1	-49,1	-2,4	-7,0	-1,2	23,0	21,6	-0,5	1,4	0,4
II	41,1	9,4	-0,4	0,0	9,8	0,3	11,7	-34,9	0,1	46,6	0,2	20,1	12,5	-1,8	7,6	-0,3
2009 Abr	4,4	-5,1	-0,1	-0,1	-5,1	.	7,1	-17,6	0,5	24,7	.	2,4	0,2	0,7	2,2	.
May	22,0	2,0	0,2	0,0	1,8	.	7,3	-20,9	-0,1	28,2	.	12,7	7,3	-1,0	5,4	.
Jun	14,8	12,5	-0,5	0,0	13,1	.	-2,7	3,6	-0,3	-6,3	.	5,0	5,1	-1,5	-0,1	.
Jul	6,5	6,4	1,1	0,0	5,3	.	-0,3	-10,6	0,7	10,2	.	0,4	-1,4	0,8	1,8	.
Ago	30,9	4,4	1,2	0,0	3,2	.	21,2	12,0	-0,2	9,2	.	5,3	4,1	-3,0	1,2	.
Tasas de crecimiento																
2006	13,6	9,2	19,7	1,3	8,5	28,6	16,7	24,7	16,8	11,4	26,4	19,9	20,5	262,8	19,3	-15,8
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4
2008 IV	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8
2009 I	-4,4	-7,9	-22,0	18,8	-7,0	1,3	-0,9	-3,8	14,4	1,5	5,3	-10,5	-2,3	43,6	-38,8	36,6
II	-6,1	-8,5	-15,5	14,9	-8,1	-0,9	-4,0	-10,4	-12,9	1,3	-3,1	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones						
		Total	IFM	No IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario			
				Euro-sistema	AAPP	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
							Euro-sistema	AAPP			Total	IFM	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7			8	9					10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9
2009 I	6.015,7	1.986,4	649,7	1.336,8	3.557,5	1.248,9	2.308,5	1.402,3	471,8	91,9	379,9	320,4
II	6.300,3	2.231,5	680,2	1.551,2	3.558,6	1.212,7	2.345,9	1.430,9	510,2	81,3	428,9	359,8
Operaciones												
2007	587,9	157,9	24,3	133,6	367,1	156,5	210,6	141,7	62,9	52,9	10,0	20,4
2008	341,5	-124,8	93,4	-218,2	250,0	31,5	218,6	199,2	216,3	-2,5	218,9	185,7
2008 IV	-13,4	-96,7	15,1	-111,8	-23,7	-44,1	20,3	37,4	107,0	-11,7	118,7	109,7
2009 I	58,7	-51,3	-4,4	-46,8	90,4	-11,0	101,4	67,6	19,6	-11,4	31,0	51,6
II	139,2	49,2	4,8	44,4	38,4	-7,5	45,8	56,9	51,7	-0,1	51,8	51,0
2009 Abr	22,6	-19,6	2,3	-21,9	0,5	9,0	-8,4	.	41,6	-11,7	53,3	.
May	59,8	30,9	2,0	28,9	29,0	-0,4	29,4	.	0,0	-0,8	0,7	.
Jun	56,8	37,9	0,5	37,4	8,8	-16,1	24,9	.	10,1	12,4	-2,2	.
Jul	3,5	33,8	12,3	21,6	-45,5	3,8	-49,3	.	15,2	-16,5	31,7	.
Ago	84,3	45,1	18,5	26,6	22,5	15,0	7,5	.	16,7	0,9	15,8	.
Tasas de crecimiento												
2006	13,7	9,7	19,9	7,4	20,6	22,4	19,6	14,4	-7,9	25,1	-30,9	-34,1
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2
2008 IV	5,4	-5,4	16,0	-10,5	8,3	2,8	11,5	17,8	88,3	-2,0	202,0	246,5
2009 I	3,8	-10,0	2,1	-13,6	9,0	1,1	13,6	18,5	83,0	-18,5	208,0	250,6
II	3,8	-7,0	-0,2	-9,0	4,6	-5,0	10,4	17,7	99,0	-17,9	230,7	297,0

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos		Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
									Efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.381,3	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.882,1	196,2	1.518,5	476,5
2008	5.466,1	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.055,6	186,1	1.644,9	474,5
2009 I	5.289,4	21,7	21,4	0,3	3.094,0	3.037,2	56,8	108,3	12,2	46,9	16,3	2.065,4	185,5	1.647,2	458,1
II	5.107,3	27,9	27,7	0,3	2.972,6	2.936,8	35,9	103,1	12,1	42,1	11,2	2.003,7	189,3	1.575,9	437,7
Operaciones															
2007	953,4	22,0	22,0	0,0	546,8	539,6	7,2	-7,7	-1,4	-7,2	-5,5	392,2	14,1	335,3	55,3
2008	93,4	-9,4	-9,4	0,0	-50,2	-65,5	15,3	-6,6	-1,1	-6,8	-5,8	159,6	2,5	97,6	-31,9
2008 IV	-229,2	-6,9	-7,0	0,0	-239,9	-250,2	10,3	0,1	-0,3	1,0	-1,9	17,6	-10,0	27,5	2,2
2009 I	-232,7	-8,2	-8,2	0,0	-236,4	-234,6	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	5,3	-3,5	8,7	1,1
II	-139,2	7,0	7,0	0,0	-82,8	-69,2	-13,6	-3,8	0,0	-4,5	-5,1	-59,6	5,7	-69,5	-19,2
2009 Abr	46,5	1,7	.	.	38,4	.	.	-9,8	.	.	-10,1	16,2	.	.	-0,4
May	-152,2	0,0	.	.	-68,2	.	.	4,0	.	.	3,8	-88,0	.	.	-23,0
Jun	-33,5	5,3	.	.	-53,1	.	.	2,0	.	.	1,3	12,2	.	.	4,2
Jul	-46,7	-2,2	.	.	-35,4	.	.	-4,5	.	.	-4,4	-4,6	.	.	1,2
Ago	-26,1	-0,1	.	.	-31,9	.	.	1,3	.	.	2,2	4,6	.	.	17,0
Tasas de crecimiento															
2006	20,5	-37,6	-40,0	1,6	21,9	22,1	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	53,4	21,7	3,4	26,5	7,6
2007	21,0	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,4	-6,4	-9,8	-12,4	-28,6	26,6	7,5	28,8	14,0
2008 IV	1,7	-26,2	-26,9	5,0	-1,5	-2,0	21,6	-6,2	-8,9	-14,0	-44,4	8,6	1,2	6,5	-6,9
2009 I	-7,8	-57,3	-58,7	6,0	-14,1	-14,6	11,2	4,6	-6,7	9,2	39,1	4,3	-3,1	3,6	-11,3
II	-8,9	-28,7	-30,3	5,6	-13,8	-13,9	-16,5	-4,9	-3,2	-13,2	-35,7	0,0	-4,6	-1,0	-3,8

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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.468,6	201,7	201,4	0,2	3.935,1	3.872,6	62,5	52,3	0,0	46,9	5,4	1.279,5	156,9	1.009,7	112,8
2008	5.653,6	482,3	481,9	0,4	3.751,8	3.698,1	53,6	61,9	0,0	58,0	3,9	1.357,6	170,2	1.069,6	117,8
2009 I	5.509,8	404,2	400,9	3,3	3.702,6	3.649,0	53,6	58,7	0,0	55,5	3,2	1.344,3	180,5	1.043,6	120,2
II	5.201,8	313,5	308,4	5,1	3.579,1	3.542,7	36,4	56,6	0,0	53,3	3,2	1.252,6	182,6	953,7	116,3
Operaciones															
2007	943,4	91,4	91,4	0,0	625,3	620,5	4,8	-1,0	0,0	-2,0	1,0	227,8	10,0	218,9	-1,1
2008	165,5	280,7	280,6	0,1	-181,0	-191,9	10,9	9,5	0,0	11,0	-1,5	56,3	10,5	46,1	-0,3
2008 IV	-265,3	111,3	111,3	-0,1	-411,0	-418,0	7,0	9,0	0,0	8,6	0,4	25,4	-5,1	24,1	6,4
2009 I	-248,4	-82,2	-85,1	2,9	-112,7	-111,4	-1,3	-3,7	0,0	-2,7	-0,9	-49,9	-5,1	-40,2	-4,6
II	-244,5	-89,3	-91,1	1,8	-82,2	-70,9	-11,4	-2,6	0,0	-3,1	0,5	-70,3	4,7	-74,5	-0,5
2009 Abr	30,5	-28,9	.	.	37,6	.	.	-0,5	.	.	.	22,3	.	.	.
May	-197,7	-20,1	.	.	-67,5	.	.	0,3	.	.	.	-110,4	.	.	.
Jun	-77,3	-40,2	.	.	-52,4	.	.	-2,4	.	.	.	17,8	.	.	.
Jul	-66,6	-15,7	.	.	-30,8	.	.	-0,4	.	.	.	-19,6	.	.	.
Ago	-77,5	-10,0	.	.	-43,3	.	.	0,4	.	.	.	-24,6	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2006	18,7	22,4	22,4	5,7	16,4	16,4	13,3	3,5	-24,1	4,2	-3,2	27,7	9,8	32,5	17,9
2007	20,0	79,2	79,4	-6,9	18,0	18,2	9,5	-1,9	27,4	-4,1	20,7	20,7	6,8	26,2	0,5
2008 IV	3,1	141,3	141,4	20,8	-4,6	-4,9	17,3	18,3	-20,1	23,6	-27,9	4,3	6,6	4,5	-0,8
2009 I	-7,5	82,4	81,3	439,8	-13,5	-13,9	10,3	12,5	-11,4	14,2	-12,6	-4,1	-0,4	-4,4	-7,7
II	-11,5	19,1	17,3	1.123,2	-15,0	-15,1	-9,6	10,1	41,1	11,3	-6,0	-7,7	-3,3	-9,2	-1,5

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva												Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles							Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores							Derivados financieros
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5
2008 IV	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,6	20,7	0,1	0,1	155,4	-141,4
II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,1	77,6	-65,6
2009 Jul	386,5	230,8	347,531	4,2	11,5	140,0	9,2	10,5	120,1	-	-	-	0,2	0,0	67,6	-60,0
Ago	428,0	232,7	347,515	45,2	11,6	138,6	11,2	8,3	119,0	-	-	-	0,1	0,0	62,7	-55,0
Sep	430,8	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	-	-	-	0,1	0,0	56,7	-42,4
Operaciones																
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-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	3,8	2,3	5,0	-15,8	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 IV	0,5	-0,9	-	0,0	3,4	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
2009 I	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
II	2,4	0,1	-	-0,5	3,3	-0,5	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-
Tasas de crecimiento																
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	-	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-
2008 IV	1,1	-1,0	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-69,1	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-
2009 I	-1,8	-1,1	-	4,6	135,1	-6,3	142,1	-90,5	6,7	2,6	3,7	25,5	-	-	-	-
II	-1,2	-0,9	-	-6,6	174,2	-6,5	106,0	-80,8	2,1	2,6	0,0	15,5	-	-	-	-

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
2008	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
En el exterior	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Otro capital	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
En la zona del euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Otro capital	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
Inversiones de cartera	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Acc. y participaciones	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Valores distintos de acciones	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Bonos y obligaciones	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Instrum. mercado monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
Otras inversiones	-187,5	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	2,1	1,8	349,6
Activos	5.466,1	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	640,7	58,7	1.048,8
AAPP	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Otros sectores	2.055,6	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	271,7	0,5	510,9
Pasivos	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,1
AAPP	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Otros sectores	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
III 2008 a II 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	144,1	73,8	-0,2	8,6	50,9	14,4	0,0	-2,3	1,8	-4,7	-34,3	31,6	64,5	0,0	13,6
En el exterior	337,2	132,7	1,8	23,7	98,1	9,2	0,0	6,8	2,3	0,7	-11,3	91,6	67,2	0,0	47,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	227,5	76,7	1,1	12,9	57,8	4,9	0,0	6,9	3,1	1,8	-5,7	62,7	48,0	0,0	34,0
Otro capital	109,7	56,0	0,7	10,8	40,3	4,4	0,0	-0,2	-0,7	-1,1	-5,6	28,9	19,2	0,0	13,2
En la zona del euro	193,1	58,9	1,9	15,0	47,2	-5,2	0,0	9,0	0,5	5,4	23,0	60,0	2,8	0,0	33,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	176,1	50,7	1,0	12,7	35,0	2,0	0,0	9,9	0,2	2,5	12,9	63,9	12,7	0,0	23,2
Otro capital	16,9	8,2	1,0	2,3	12,1	-7,2	0,0	-0,9	0,3	2,8	10,1	-3,9	-9,9	0,0	10,3
Inversiones de cartera: Activos	-265,6	9,1	4,4	12,3	-18,8	-6,9	18,2	14,9	2,7	-45,9	4,4	-107,6	-103,3	-1,1	-38,9
Acc. y participaciones	-128,4	-22,8	0,3	-0,7	-21,8	-0,5	0,0	7,4	3,7	-19,4	4,0	-41,5	-40,8	0,0	-19,0
Valores distintos de acciones	-137,2	31,9	4,1	13,0	3,0	-6,4	18,2	7,5	-1,0	-26,4	0,4	-66,1	-62,5	-1,1	-19,9
Bonos y obligaciones	-90,8	46,7	3,7	10,8	24,6	-6,7	14,2	2,5	-0,5	-17,9	-0,1	-47,6	-55,4	-1,5	-17,0
Instrum. mercado monetario	-46,4	-14,7	0,4	2,2	-21,6	0,2	4,0	5,0	-0,5	-8,5	0,4	-18,5	-7,1	0,4	-2,9
Otras inversiones	183,2	-258,8	-2,9	-17,7	-268,7	46,6	-16,1	-5,4	-5,3	69,9	54,8	64,6	179,0	11,1	73,3
Activos	-499,0	-294,5	-17,1	-12,7	-305,5	39,4	1,4	0,7	-8,3	-4,4	-62,9	-140,9	34,6	-6,7	-16,4
AAPP	-5,2	-5,8	-0,2	-0,1	-5,8	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	1,2	-0,9
IFM	-492,1	-280,8	-14,3	-11,6	-291,9	36,3	0,7	0,0	-9,9	1,7	-58,1	-53,5	-18,4	-7,9	-65,3
Otros sectores	-1,7	-7,9	-2,6	-1,0	-7,8	3,4	0,0	0,6	1,7	-6,1	-5,0	-87,5	52,9	0,0	49,7
Pasivos	-682,2	-35,7	-14,3	5,0	-36,8	-7,2	17,5	6,1	-3,0	-74,4	-117,8	-205,4	-144,4	-17,8	-89,8
AAPP	5,0	2,0	0,0	-0,1	0,6	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	3,0	-0,2
IFM	-582,1	-22,5	-14,0	6,9	-18,2	-5,1	7,9	3,0	-3,2	-76,4	-102,1	-95,5	-151,8	-20,6	-112,8
Otros sectores	-105,1	-15,2	-0,2	-1,8	-19,2	-2,1	8,1	3,0	0,2	2,2	-15,6	-110,2	7,4	-0,2	23,3

Fuente: BCE.

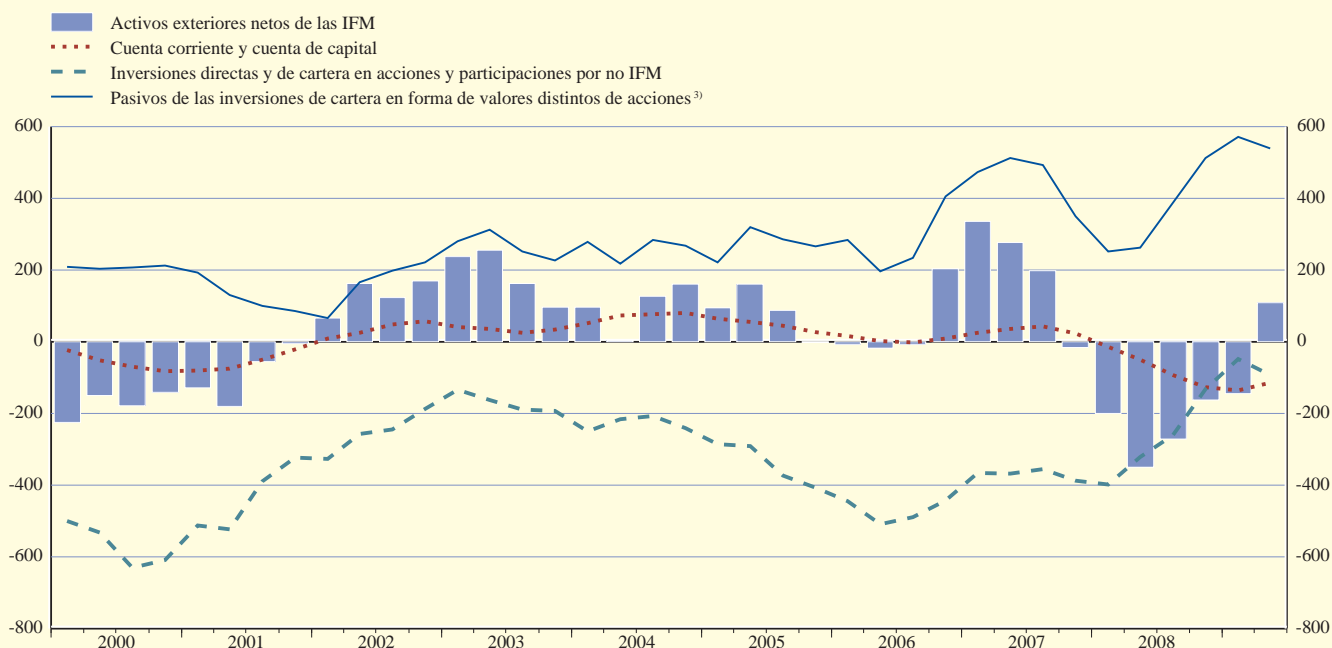
7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones)

Balanza de pagos: operaciones compensatorias de la contrapartida exterior de M3												Pro memoria: Operaciones en la contrapartida exterior de M3
Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas		Inversiones de cartera			Otras inversiones		Derivados financieros	Errores y omisiones	Total de las columnas 1 a 10		
	Por residentes en el exterior (no IFM)	Por no residentes en la zona del euro	Activos No IFM	Pasivos		Activos No IFM	Pasivos No IFM					
				Acciones y participaciones ²⁾	Valores distintos de acciones ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	8,0	-391,6	261,8	-271,8	187,0	404,8	-256,5	229,9	-0,3	13,3	184,7	204,0
2007	22,8	-457,6	405,8	-199,2	112,5	349,0	-384,8	226,8	-64,8	-14,1	-3,6	-16,0
2008	-126,2	-325,0	135,1	42,1	-175,4	512,1	-153,7	66,4	-65,6	-31,7	-121,9	-162,6
2008 II	-38,6	-31,1	-11,9	-74,1	-40,7	142,0	-30,4	-21,7	-11,8	5,6	-112,7	-147,6
2008 III	-31,2	-107,4	73,3	27,2	-86,9	170,5	-27,3	-8,1	-8,3	-25,3	-23,4	0,0
2008 IV	-28,9	-48,9	-15,0	123,3	-93,7	142,8	-18,1	34,8	-13,2	-10,4	72,7	75,0
2009 I	-36,6	-78,8	41,1	38,0	-48,2	115,4	-11,8	-53,5	-5,3	-19,1	-59,0	-71,5
2009 II	-17,4	-82,7	91,9	-63,9	46,9	110,1	63,4	-72,9	20,3	7,3	102,8	106,0
2008 Ago	-14,6	-20,7	10,9	0,6	-13,0	27,1	16,3	-12,4	-10,2	3,0	-12,9	-10,7
2008 Sep	-9,9	-48,2	27,8	23,2	-37,8	104,8	-25,8	-12,7	3,2	-13,3	11,2	19,7
2008 Oct	-8,4	-5,9	0,3	75,0	-90,7	90,7	-59,3	46,4	0,6	-4,2	44,5	57,5
2008 Nov	-15,4	-35,0	-18,4	16,4	1,9	59,9	12,2	9,3	-10,4	4,9	25,5	10,1
2008 Dic	-5,1	-8,0	3,0	31,9	-4,8	-7,8	28,9	-20,9	-3,4	-11,2	2,6	7,4
2009 Ene	-23,8	-21,1	11,5	-3,3	-61,6	43,7	-3,7	-43,7	3,4	-8,0	-106,7	-107,2
2009 Feb	-4,9	-19,5	13,0	19,6	7,0	53,7	6,8	-17,3	-1,3	-6,3	50,8	46,0
2009 Mar	-7,9	-38,2	16,6	21,6	6,4	18,0	-15,0	7,6	-7,3	-4,9	-3,0	-10,3
2009 Abr	-8,2	-56,8	69,3	-21,9	-26,7	57,5	-6,4	21,8	8,9	-7,9	29,6	34,3
2009 May	-13,0	-12,5	19,7	-35,4	39,3	26,3	84,0	-110,1	9,2	7,7	15,1	31,3
2009 Jun	3,8	-13,5	2,9	-6,7	34,3	26,3	-14,2	15,4	2,3	7,5	58,2	40,4
2009 Jul	10,7	-6,6	17,2	-17,3	33,6	-26,7	9,1	-20,0	7,7	-1,0	6,6	12,7
2009 Ago	-3,5	-13,7	20,0	-13,5	46,1	34,9	-5,8	-24,2	-5,9	3,4	37,7	30,5
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2009 Ago	-85,7	-279,0	183,0	89,6	-53,0	481,2	10,9	-148,6	6,8	-33,2	172,0	172,3

C35 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de los activos exteriores netos de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

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

2) Excluidas participaciones en fondos del mercado monetario.

3) Excluidos valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona del euro.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Exportaciones 1	Importaciones 2	Total 3	Total			Pro memoria: Manufacturas 7	Total 8	Total			Pro memoria: Manufacturas 12	Petróleo 13
				Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6			Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	11,0	8,4	1.507,6	739,5	326,4	401,3	1.282,9	1.492,2	913,8	234,4	323,2	1.020,0	227,5
2008	3,7	8,4	1.560,4	765,0	334,9	410,9	1.302,5	1.607,4	1.021,3	231,3	331,5	1.019,9	295,2
2008 III	5,4	13,5	397,9	196,7	84,4	102,9	329,8	415,4	271,7	59,0	83,5	257,4	87,8
2008 IV	-4,8	-1,8	367,1	173,8	81,2	95,5	304,3	376,3	229,9	56,1	81,7	241,9	55,7
2009 I	-20,9	-21,1	310,9	149,4	65,6	86,4	258,9	320,4	181,4	49,4	78,6	212,7	35,6
2009 II	-23,5	-27,3	308,2	149,4	63,4	84,6	253,4	304,7	169,4	47,5	76,1	201,6	41,3
2009 Mar	-14,9	-18,1	104,7	50,8	22,2	28,9	88,1	106,3	59,4	16,8	26,2	71,1	12,6
2009 Abr	-26,3	-27,6	103,5	50,8	21,1	28,4	86,2	103,4	57,4	16,2	25,5	68,3	13,0
2009 May	-22,8	-27,7	102,0	48,9	21,2	28,0	84,3	100,5	55,5	15,7	25,2	67,2	13,7
2009 Jun	-21,3	-26,7	102,7	49,7	21,1	28,3	82,8	100,8	56,5	15,6	25,4	66,1	14,7
2009 Jul	-18,1	-29,0	107,6	52,0	22,6	29,4	89,7	101,6	57,6	15,4	25,7	66,6	15,7
2009 Ago	-23,0	-26,6	101,3	.	.	.	81,7	100,3	.	.	.	65,3	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	8,6	6,8	144,4	141,3	153,1	144,6	142,1	129,2	123,1	143,3	141,5	134,8	107,7
2008	1,3	0,4	146,1	140,6	156,6	146,5	142,8	128,9	122,3	142,7	142,4	133,2	108,9
2008 III	2,4	1,9	147,6	142,3	158,3	145,9	144,3	127,7	121,4	147,6	143,2	134,0	109,5
2008 IV	-7,4	-5,0	136,5	126,6	149,7	136,2	131,2	122,7	114,9	134,3	136,7	122,7	107,6
2009 I	-20,9	-15,2	117,6	112,4	120,2	124,5	111,9	113,1	104,3	117,5	130,8	109,3	99,4
2009 II	-22,4	-19,7	117,8	114,2	117,3	122,2	111,3	108,4	97,4	113,7	130,1	105,9	97,2
2009 Mar	-14,7	-11,7	119,2	115,6	121,5	124,8	114,6	112,2	102,3	118,7	131,0	109,4	101,5
2009 Abr	-25,5	-21,0	118,8	116,2	117,6	124,1	113,8	110,9	99,8	116,1	131,7	107,4	99,8
2009 May	-21,9	-20,4	117,3	112,6	117,6	120,7	111,0	107,5	96,1	112,3	128,6	105,8	98,1
2009 Jun	-19,8	-17,5	117,3	114,0	116,6	121,8	109,0	106,8	96,2	112,6	130,2	104,6	93,7
2009 Jul	-16,1	-18,3	122,5	119,1	124,2	125,2	117,3	107,1	97,4	112,3	130,7	105,2	98,2
2009 Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice 2005 = 100)	Total					Pro memoria: Ind. manufacturera	Total (índice 2005 = 100)	Total					Pro memoria: Ind. manufacturera
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía	Bienes intermedios			Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009 I	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,0	-0,3	2,7	-27,9	-2,4
2009 II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,5	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
2009 III	100,8	-4,0	-6,1	0,7	0,4	-34,4	-3,8	.	.	.	.	.	.	.
2009 Abr	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,1	-36,0	-2,1	100,5	-10,7	-5,4	0,5	2,3	-33,6	-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	-37,1	-4,5
2009 Jun	101,1	-3,3	-4,9	1,4	0,7	-35,4	-3,2	102,8	-13,2	-7,3	-0,3	0,6	-34,9	-5,0
2009 Jul	100,8	-4,0	-5,7	1,3	0,5	-39,1	-3,8	101,6	-15,0	-8,1	-0,6	0,6	-39,2	-5,4
2009 Ago	101,1	-3,6	-6,1	0,8	0,7	-30,5	-3,5	103,4	-12,2	-7,6	-1,0	-0,3	-31,4	-4,8
2009 Sep	100,6	-4,4	-6,6	-0,1	0,0	-33,4	-4,2	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Unión Europea 27 (fuera de la zona del euro)				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2007	1.507,6	34,1	55,6	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,9	137,8
2008	1.560,4	35,0	54,1	221,5	231,3	78,4	86,6	42,9	187,6	308,1	65,7	33,7	100,4	68,3	146,2
2008 I	397,4	8,8	14,0	57,4	58,8	19,7	21,4	12,4	49,6	79,0	17,2	8,8	24,0	16,2	36,0
II	398,0	9,1	14,5	58,3	60,3	20,2	22,2	11,4	47,4	77,7	16,8	8,5	24,8	16,7	35,5
III	397,9	9,1	14,1	56,2	60,1	20,8	21,8	10,8	46,6	76,9	16,0	8,2	26,7	17,9	37,1
IV	367,1	8,0	11,6	49,7	52,2	17,7	21,2	8,4	43,9	74,5	15,7	8,1	24,8	17,5	37,6
2009 I	310,9	7,3	10,0	42,4	43,7	12,6	19,9	7,7	40,0	65,1	15,4	7,1	23,4	12,8	26,1
II	308,2	6,4	9,6	42,4	42,1	12,1	19,2	8,3	37,5	70,2	16,7	7,0	22,7	12,3	25,6
2009 Mar	104,7	2,4	3,4	14,2	14,7	4,1	6,5	2,7	14,0	22,6	5,6	2,2	7,7	4,2	8,0
Abr	103,5	2,3	3,2	14,1	14,2	4,2	6,4	2,7	12,7	23,1	5,6	2,4	7,6	4,2	8,7
May	102,0	2,1	3,1	13,8	14,0	3,8	6,4	2,8	12,4	23,4	5,6	2,3	7,5	4,1	8,6
Jun	102,7	2,0	3,3	14,4	13,9	4,1	6,4	2,8	12,4	23,7	5,5	2,4	7,5	4,0	8,3
Jul	107,6	2,3	3,6	15,0	14,8	4,2	6,5	3,0	12,5	24,0	5,7	2,6	7,6	5,2	8,9
Ago	101,3	.	.	.	.	3,8	6,4	3,0	11,5	23,6	5,6	2,2	7,4	4,3	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,6	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,4	4,4	9,4
Importaciones (c.i.f.)															
2007	1.492,2	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	94,4
2008	1.607,4	30,3	52,4	165,6	185,8	122,0	69,7	32,4	137,6	481,2	184,3	57,0	140,9	81,8	107,9
2008 I	404,9	7,4	13,8	43,8	46,3	30,6	16,8	8,6	34,7	122,0	44,7	14,8	34,9	20,4	25,6
II	410,8	7,9	13,7	42,8	47,7	32,3	17,5	8,5	33,7	121,5	45,1	14,6	37,3	20,2	27,5
III	415,4	7,8	13,4	42,0	48,0	34,3	17,9	8,2	35,4	124,0	48,0	14,1	37,9	21,3	25,1
IV	376,3	7,2	11,6	36,9	43,7	24,8	17,4	7,1	33,7	113,6	46,5	13,5	30,7	19,9	29,7
2009 I	320,4	6,9	9,4	31,7	39,0	17,8	16,7	6,6	33,1	99,0	42,1	11,4	23,9	14,9	21,4
II	304,7	6,2	8,9	30,1	38,3	18,1	16,1	6,3	28,2	92,7	39,8	10,2	23,0	14,2	22,5
2009 Mar	106,3	2,3	3,1	10,5	13,5	6,2	5,5	2,3	11,9	32,7	13,8	3,5	7,5	5,1	5,8
Abr	103,4	2,1	2,9	10,1	12,9	5,8	5,5	2,0	9,3	31,7	13,8	3,4	7,9	4,8	8,3
May	100,5	2,1	2,9	10,1	12,7	5,9	5,3	2,1	9,8	30,6	13,1	3,4	7,3	4,6	7,0
Jun	100,8	2,0	3,0	10,0	12,7	6,4	5,3	2,1	9,1	30,4	12,9	3,4	7,8	4,8	7,3
Jul	101,6	2,3	3,3	10,3	13,1	6,8	5,3	2,2	9,0	30,3	12,5	3,3	7,6	4,9	6,5
Ago	100,3	.	.	.	.	6,5	5,3	2,1	8,5	30,2	12,6	3,2	7,2	4,7	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,3	11,6	7,6	4,3	2,0	8,6	29,9	11,5	3,5	8,7	5,1	6,7
Saldo															
2007	15,4	5,3	3,4	61,3	46,7	-34,2	15,1	9,0	64,2	-159,7	-112,1	-24,8	-25,8	-13,4	43,4
2008	-47,0	4,7	1,8	56,0	45,5	-43,6	16,9	10,5	50,0	-173,1	-118,6	-23,3	-40,5	-13,6	38,4
2008 I	-7,5	1,5	0,3	13,5	12,5	-10,9	4,6	3,8	14,9	-43,0	-27,5	-5,9	-10,9	-4,2	10,4
II	-12,8	1,2	0,8	15,5	12,5	-12,2	4,6	2,8	13,7	-43,8	-28,3	-6,1	-12,5	-3,5	8,1
III	-17,5	1,2	0,7	14,2	12,1	-13,5	4,0	2,6	11,2	-47,2	-32,0	-5,9	-11,2	-3,5	11,9
IV	-9,2	0,8	0,0	12,7	8,5	-7,0	3,8	1,3	10,2	-39,1	-30,8	-5,4	-5,9	-2,4	7,9
2009 I	-9,5	0,5	0,6	10,7	4,6	-5,2	3,3	1,1	6,9	-33,9	-26,7	-4,4	-0,5	-2,2	4,6
II	3,6	0,1	0,7	12,2	3,8	-6,0	3,1	2,1	9,3	-22,5	-23,0	-3,1	-0,4	-1,9	3,0
2009 Mar	-1,6	0,1	0,3	3,8	1,3	-2,0	1,0	0,4	2,2	-10,1	-8,2	-1,3	0,2	-0,8	2,2
Abr	0,1	0,1	0,3	4,1	1,3	-1,7	0,9	0,7	3,4	-8,5	-8,2	-1,1	-0,3	-0,6	0,4
May	1,5	0,0	0,1	3,8	1,2	-2,1	1,0	0,7	2,7	-7,2	-7,4	-1,1	0,2	-0,5	1,5
Jun	1,9	0,0	0,3	4,4	1,3	-2,3	1,2	0,6	3,3	-6,7	-7,4	-0,9	-0,3	-0,8	1,1
Jul	6,0	0,0	0,2	4,7	1,7	-2,6	1,2	0,9	3,5	-6,2	-6,8	-0,7	0,0	0,2	2,5
Ago	1,0	.	.	.	.	-2,7	1,0	0,9	2,9	-6,6	-7,0	-1,0	0,2	-0,4	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,3	102,4	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	114,2	108,8	.	.	.	122,4	112,0
2008 Oct	107,9	108,3	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	113,5	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	114,2	108,4	-	-	-	122,0	112,0
Jul	113,8	113,7	108,0	-	-	-	121,9	111,5
Ago	113,9	113,9	108,3	-	-	-	122,0	111,7
Sep	115,2	115,0	110,1	-	-	-	123,5	112,7
Oct	116,6	116,3	111,5	-	-	-	124,6	113,6
	<i>% variación sobre el mes anterior</i>							
2009 Oct	1,2	1,1	1,3	-	-	-	0,9	0,8
	<i>% variación sobre el año anterior</i>							
2009 Oct	8,1	7,4	6,5	-	-	-	8,0	6,8

C36 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice 1999 I = 100)

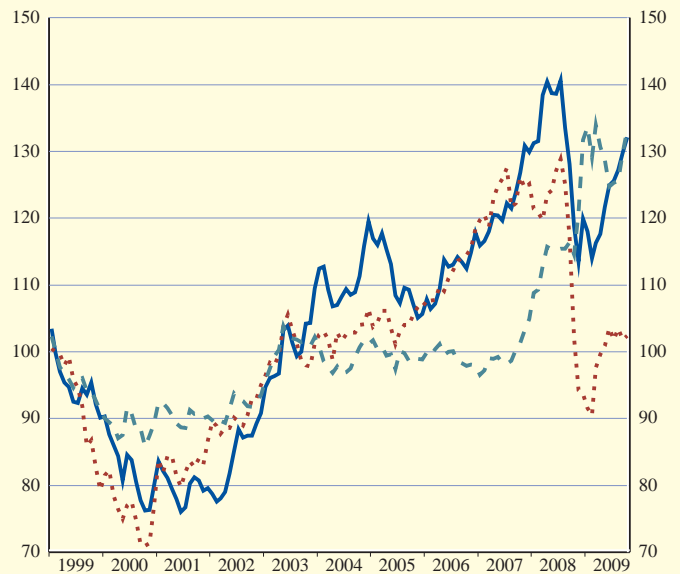
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



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 estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
Oct	7,4438	10,3102	0,91557	1,4816	133,91	1,5138	1.739,94	11,4828	2,0714	1,5619	8,3596	1,6341
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Oct	0,0	1,1	2,7	1,7	0,6	-0,1	-1,6	1,7	0,0	-0,8	-2,8	-3,3
	% variación sobre el año anterior											
2009 Oct	-0,1	4,7	16,4	11,2	0,3	-0,4	-1,1	11,1	5,3	-0,2	-2,7	-15,5
	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 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		
Oct	25,861	15,6466	0,7088	3,4528	268,49	4,2146	1,9558	4,2871	7,2419	2,1823		
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Oct	2,0	0,0	0,7	0,0	-1,2	1,4	0,0	1,1	-0,9	0,5		
	% variación sobre el año anterior											
2009 Oct	4,4	0,0	-0,1	0,0	3,2	17,8	0,0	14,4	1,1	11,3		
	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 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
Oct	2,5771	10,1152	-	69,2160	14.057,25	5,0425	19,5856	2,0065	69,419	43,6188	11,0938	49,504
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Oct	-2,8	1,7	-	-1,7	-2,0	-0,9	0,3	-3,0	-0,8	-2,6	1,3	0,5
	% variación sobre el año anterior											
2009 Oct	-11,5	11,1	-	7,2	5,8	7,5	16,5	-8,3	8,7	23,9	-14,2	7,9

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

3) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
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
III	0,8	-0,1	0,6	-0,9	1,2	2,4	4,9	4,3	5,0	1,7	1,5
2009 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
Sep	0,2	-0,3	0,5	-1,7	0,1	2,3	4,8	4,0	4,9	1,4	1,1
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,3	-0,5	-0,4	-9,3	-3,6	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,7	4,5	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,8	-2,1	3,4	-2,7	-4,1	-3,2	-3,8	-3,6	-5,5	2,5	-5,0
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	22,7	29,4	31,3	4,5	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,2
2007	18,2	29,0	26,8	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,5	44,2
2008	14,1	30,0	33,5	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,6	38,0	52,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2009 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
Sep	7,45	5,01	3,65	-	13,27	14,50	7,91	6,17	11,00	3,38	3,42
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 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
Sep	5,11	1,88	1,76	5,58	11,58	7,07	8,78	4,18	9,05	0,55	0,61
PIB real											
2007	6,2	6,1	1,6	7,2	10,0	9,8	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	2,7	-1,2	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,1	-0,2	0,6
2009 I	-3,5	-4,5	-3,6	-15,0	-18,6	-13,1	-5,6	1,3	-6,2	-6,5	-5,0
II	-4,9	-5,5	-7,0	-16,1	-17,4	-19,7	-7,3	1,1	-8,7	-6,1	-5,5
III	.	.	.	.	.	-14,3	.	.	.	.	-5,2
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB											
2007	-27,2	-2,6	1,5	-16,8	-20,4	-12,8	-6,1	-3,6	-12,9	8,5	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,8	7,6	-1,4
2008 IV	-30,9	-5,2	2,0	-3,5	-6,5	-3,4	-6,1	-4,6	-8,3	5,5	-1,9
2009 I	-17,2	4,5	0,7	0,8	4,2	4,7	0,1	2,6	-4,1	7,6	-1,0
II	-12,2	-2,7	4,4	6,3	16,8	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	6,5	5,4	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	5,0	7,1	14,1	21,1	9,3	4,5	6,4	.	2,6	2,5
2008 IV	17,5	5,2	9,1	12,2	17,7	7,8	-	12,0	-	6,0	1,8
2009 I	16,1	5,8	6,2	10,0	8,2	14,2	-	6,0	-	8,4	2,9
II	14,2	4,9	9,9	3,4	-1,7	10,8	-	2,3	-	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
2009 I	6,0	5,5	4,7	11,0	13,2	11,0	9,2	7,7	6,2	7,4	7,0
II	6,3	6,3	5,9	13,3	16,4	13,8	9,7	8,0	6,4	8,1	7,7
III	7,2	6,9	6,1	.	18,7	.	9,6	8,1	.	8,6	.
2009 May	6,3	6,3	5,9	-	16,6	13,8	9,7	8,0	6,4	8,1	7,7
Jun	6,5	6,5	6,1	-	17,2	13,8	9,6	8,0	6,4	8,3	7,8
Jul	6,8	6,7	6,0	-	17,8	16,7	9,5	8,0	.	8,4	7,8
Ago	7,2	6,9	6,0	-	18,6	.	9,6	8,1	.	8,6	.
Sep	7,6	7,0	6,4	-	19,7	.	9,7	8,2	.	8,7	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

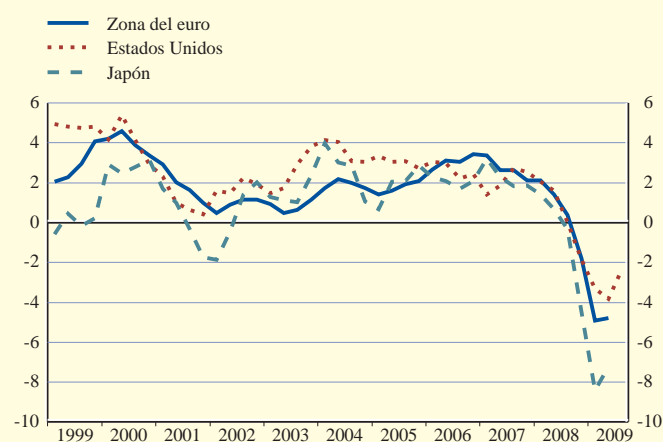
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 ampliado 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	9,4	1,24	2,96	1,3029	-9,9	59,7
2009 II	-1,2	-1,2	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,8	62,7
2009 III	-1,6	.	-2,3	-10,8	9,6	7,6	0,41	3,61	1,4303	.	.
2009 Jun	-1,4	-	-	-14,8	9,5	9,0	0,62	3,95	1,4016	-	-
2009 Jul	-2,1	-	-	-13,5	9,4	8,2	0,52	3,90	1,4088	-	-
2009 Ago	-1,5	-	-	-11,6	9,7	7,9	0,42	3,77	1,4268	-	-
2009 Sep	-1,3	-	-	-7,2	9,8	6,7	0,30	3,61	1,4562	-	-
2009 Oct	.	-	-	.	.	.	0,28	3,71	1,4816	-	-
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	-2,2	.	.	-20,2	.	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
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	-	-	-19,0	5,5	2,8	0,40	1,44	135,31	-	-
2009 Sep	-2,2	-	-	-18,9	.	3,0	0,36	1,45	133,14	-	-
2009 Oct	.	-	-	.	.	.	0,33	1,58	133,91	-	-

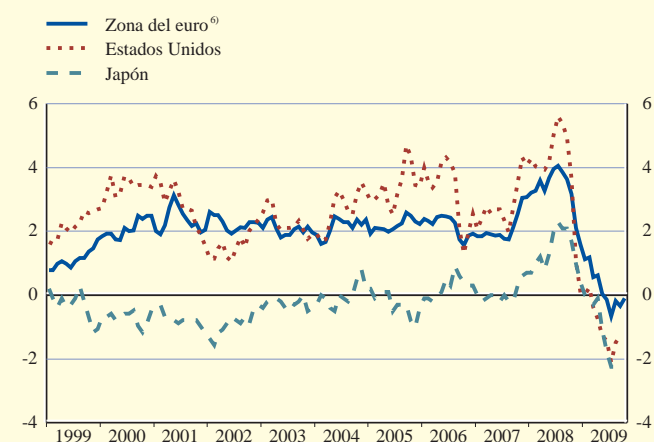
C38 Producto interior bruto a precios constantes

(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) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.
- 3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.
- 4) Para más información, véase sección 8.2.
- 5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).
- 6) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	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

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

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 de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas f) o g).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una 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. 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.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

- 1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones 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 la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define 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 la suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el con-

sumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por la diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, exclu-

yen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE 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:

4 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL 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.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA

(véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral o cuando proceda.

SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones trimestrales (L_t) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), 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 4 de noviembre 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 a 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre 2001 y 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos de 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos de 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir de 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

Dado que la composición de la Unidad de Cuenta Europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio correspondiente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ 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.

1 Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

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 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otros cambios.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de las emisiones de valo-

res distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de los períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula aplicando los coeficientes de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos, en euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes en cifras netas del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas

corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho comunitario, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la página del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 de los pasivos de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de días laborables. En la partida pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por

fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de dicha zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados 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 (es decir, el sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007) se detallan las definiciones de los sectores. En la publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias², cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10³.

2 DO L 356 de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250 de 2.10.2003, p. 17.

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 también 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 económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de renta de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de

la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta disponible, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las llamadas «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros conforme a una presenta-

ción más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras así como los saldos vivos del balance financiero conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 (es decir, el Euro-15 más Eslovaquia) para toda la serie temporal (composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y sobre acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros de los residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8) a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen 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 nacionales, del que se han eliminado los efectos esta-

cionales. 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 reclasifica-

ciones, 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 la sección 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁴. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de rendimientos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁵. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de diciembre de 2006, por el que

4 Véase Svensson, L. E., 1994, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

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 específicos⁶. 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 2007⁷. 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 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incli-

da 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 laborales⁸, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁹. 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 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.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹⁰, que modifica al SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los supe-

rávits que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹¹. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹², modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹³. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of

10 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

11 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

12 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48..

payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión directa extranjera (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmf.org). Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del Marco de Calidad de las Estadísticas del BCE, publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con 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 o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una economía única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La p.i.i. se valora a precios corrientes de mercado,

con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otra inversión (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la p.i.i. trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «Préstamos» y «Efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, esto es, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre

la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el oro de los bancos centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que 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 distintos de acciones hasta dos años. 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 de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan confor-

me a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles.

Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de 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 de 2007, y

el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas. En enero de 2009 se ha incluido por primera vez un tipo de cambio de referencia de la rupia india frente al euro. Los datos anteriores al 1 de enero

de 2009 han de considerarse como 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 de 2009, que concluirá el 20 de enero.

15 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final de 2009; (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre de 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante *swaps* de divisas.

6 DE NOVIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

4 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento de 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

**2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE,
8 DE OCTUBRE Y 5 DE NOVIEMBRE DE 2009**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2008

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero de 2008. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre agosto y octubre de 2009. Desde enero de 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.
 «Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.
 «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.
 «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», noviembre 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 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

- 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. Badarizna 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.
- 1096 «The determinants of bank capital structure», R. Gropp y F. Heider, septiembre 2009.
- 1097 «Monetary and fiscal policy aspects of indirect tax changes in a monetary union», A. Lipińska y L. von Thadden, octubre 2009.
- 1098 «Gauging the effectiveness of quantitative forward guidance: evidence from three inflation targeters», M. Andersson y B. Hofmann, octubre 2009.
- 1099 «Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model», G. Fernández de Córdoba, J. J. Pérez y J. L. Torres, octubre 2009.
- 1100 «Weak and strong cross section dependence and estimation of large panels», A. Chudik, M. Hashem Pesaran y E. Tosetti, octubre 2009.
- 1101 «Fiscal variables and bond spreads – evidence from eastern European countries and Turkey», C. Nickel, P. C. Rother y J. C. Rülke, octubre 2009.
- 1102 «Wage-setting behaviour in France: additional evidence from an ad hoc survey», J. Montornés y J.-B. Sauner-Leroy, octubre 2009.
- 1103 «Inter-industry wage differentials: how much does rent sharing matter?», P. Du Caju, F. Rycx e I. Tojerow, octubre 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.

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema», julio 2009 (sólo en internet).

«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).

«OCT 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).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – septiembre 2009», octubre 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain», octubre 2009 (sólo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote», octubre 2009 (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.



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.