



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

BOLETÍN MENSUAL
FEBRERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 2010

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



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	16
Precios y costes	43
Producto, demanda y mercado de trabajo	56
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	62
Recuadros	
1 Resultado de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010	19
2 Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2009	37
3 Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro	47
4 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre de 2010	51
5 Evolución reciente del comercio de la zona del euro	65
ARTÍCULOS	
Los mercados de repos de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros	71
Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito	85
Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada	101
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de 2009	V
Glosario	XI

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de febrero de 2010, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 14 de enero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los datos más recientes confirman asimismo que la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo hacia finales del año pasado. Respecto al futuro, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente un crecimiento moderado en 2010. Es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y las perspectivas siguen estando sujetas a incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los datos más recientes confirman que la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo hacia finales del año pasado. La zona del euro se ha beneficiado de un cambio en el ciclo de existencias y de una recuperación de las exportaciones, así como de las significativas medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, estos factores de estímulo son de naturaleza temporal y es probable que la actividad se vea afectada negativamente por el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Asimismo, el bajo nivel de las tasas de utilización de la capacidad productiva podría refrenar la inversión y se espera que el desempleo de la zona del euro aumente ligeramente, con lo que

disminuiría el crecimiento del consumo. Por estos motivos se espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro sea moderado en 2010 y es posible que el ritmo del proceso de recuperación sea irregular.

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

Respecto a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro ha registrado un nuevo aumento y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, se situó en enero de 2010 en el 1,0%, frente al 0,9% registrado en diciembre de 2009. A corto plazo, se espera que la inflación se mantenga en torno al 1% y que siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Como reflejo de la débil recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países, es previsible que siga observándose gran contención en la evolución de precios, costes y salarios. 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 una

mayor actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían subir más de lo que se espera actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió siendo negativa en diciembre de 2009, situándose en el $-0,2\%$. En el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado fue cero. Estos datos siguen respaldando la valoración del Consejo de Gobierno de que se ha observado una disminución del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son moderadas. La evolución monetaria observada podría ser más débil que la tasa de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto contractivo de la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. En cuanto al futuro, es probable que el crecimiento crediticio y de M3 siga siendo débil durante algún tiempo.

La actual configuración de los tipos de interés sigue teniendo una fuerte influencia en el nivel y en la composición del crecimiento interanual de M3. Por una parte, la baja remuneración que ofrecen los depósitos bancarios a corto plazo representa un incentivo para desviar fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo. Por otra, los estrechos diferenciales entre los tipos de remuneración de distintos depósitos a corto plazo disminuyen el coste de oportunidad de mantener fondos en los componentes más líquidos incluidos en M1, que ha seguido registrando un fuerte crecimiento interanual, situándose en diciembre de 2009 por encima del 12% .

El nivel cero de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado refleja un nuevo incremento del crecimiento de los préstamos concedidos a hogares, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras se tornó más negativo. Esta divergencia es acorde con regularidades del ciclo económico. La actual contracción

de los saldos vivos de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras sigue debiéndose exclusivamente al alto nivel de amortización de los préstamos a corto plazo. La contracción del sector en su conjunto podría deberse en parte a la sustitución por financiación a través de los mercados financieros.

Teniendo en cuenta los desfases habituales entre los cambios de signo de la actividad económica y los de la demanda de préstamos bancarios, es previsible que el crecimiento de los préstamos siga siendo débil durante los próximos meses. Al mismo tiempo, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras ha seguido cayendo, y el endurecimiento, en términos netos, de los criterios de aprobación de los créditos aplicados por las entidades ha continuado suavizándose, como se indica en la encuesta sobre préstamos bancarios correspondiente al último trimestre de 2009. Asimismo, las entidades de crédito han seguido reduciendo el tamaño de sus balances durante los últimos meses. A este respecto, las entidades siguen afrontando el reto de ajustar el tamaño y la estructura de sus balances sin menoscabar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero. Para responder a este reto, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación para reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para respaldar la recapitalización. Esto resulta importante para mejorar el acceso a la financiación, especialmente para aquellas empresas que no pueden recurrir a la financiación de los mercados financieros.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la última reunión del Consejo de Gobierno del 14 de enero de 2010, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Asimismo, los datos más recientes han confirmado que la actividad económica de la zona del euro continuó creciendo hacia finales del año pasado. Respecto al futuro, el Con-

sejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro experimente un crecimiento moderado en 2010. Es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y las perspectivas siguen estando sujetas a incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno seguirá aplicando las medidas de apoyo al crédito para el sistema bancario, si bien teniendo en cuenta la mejora en curso de las condiciones del mercado financiero y evitando que se produzcan distorsiones asociadas al mantenimiento de medidas extraordinarias durante demasiado tiempo. A principios de marzo, el Consejo de Gobierno tomará decisiones en relación con la continuación de la retirada gradual de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean tan necesarias como en el pasado. A fin de contrarrestar de forma efectiva los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. En consecuencia, el Consejo de Gobierno seguirá realizando un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta a la política fiscal, muchos países de la zona del euro se enfrentan a fuertes desequilibrios presupuestarios en rápido crecimiento, que generan el riesgo de tipos de interés a medio y a largo plazo menos favorables y descensos de la inversión privada. Por otra parte, los elevados niveles de déficit y deuda pública representan una carga adicional para la política monetaria y desacreditan la función del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como pilar fundamental de la Unión Económica y Monetaria. En este contexto, es de vital importancia que el programa de estabilidad

de todos los países de la zona del euro incorpore medidas concretas acordes con las estrategias de salida fiscal y de consolidación para el próximo período. De conformidad con el procedimiento de déficit excesivo, se exigirá a todos los países que cumplan los compromisos adquiridos. El saneamiento de las finanzas públicas deberá comenzar en 2011 a más tardar y tendrá que exceder sustancialmente el ajuste anual del 0,5 del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es necesario prestar especial atención a las reformas del gasto.

Puesto que la crisis financiera ha afectado negativamente a la capacidad productiva de las economías de la zona del euro, el reto principal para reforzar la sostenibilidad del crecimiento y la creación de empleo es acelerar las reformas estructurales. En los mercados de productos, se necesitan urgentemente políticas dirigidas a fomentar la competencia y la innovación, a fin de acelerar las reestructuraciones y la inversión y para crear nuevas oportunidades empresariales. En los mercados de trabajo, se requieren moderación en la fijación de los salarios, incentivos efectivos para trabajar y suficiente flexibilidad, a fin de evitar un crecimiento significativo del desempleo estructural en los próximos años. Finalmente, la reestructuración apropiada del sector bancario debería desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y crear las condiciones para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero describe cómo los mercados de repos se han visto afectados por las turbulencias de los mercados financieros y analiza las vinculaciones entre las operaciones del Euro-sistema y dichos mercados. El segundo artículo trata sobre los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito. En el tercero, se presenta una versión actualizada de la evolución general de las estadísticas económicas de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial, en la que la actividad ha comenzado a recuperarse, continúa mostrando señales cada vez más claras de un retorno al crecimiento. La inflación mundial también ha vuelto a registrar cifras positivas, ya que los negativos efectos de base asociados a la evolución de los precios de las materias primas se están tornando positivos. Si bien las perspectivas a corto plazo parecen, en general, favorables, la incertidumbre todavía rodea a la fortaleza del repunte. Los riesgos para las perspectivas económicas parecen estar, en general, equilibrados.

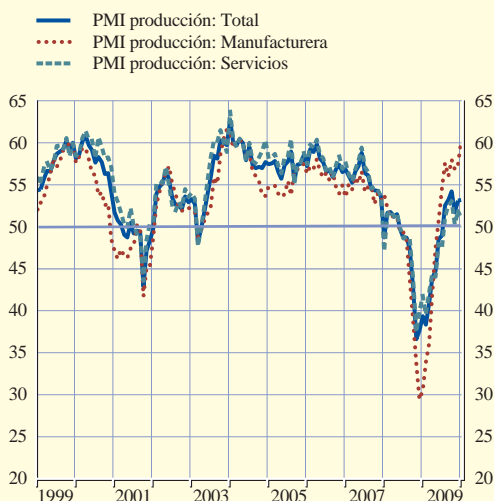
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La actividad económica mundial, respaldada por los estímulos de las políticas monetarias y fiscales y por el ciclo de existencias, parece encaminarse por la senda de la recuperación. Los datos más recientes sobre el PIB correspondientes al tercer y al cuarto trimestres han confirmado que la recuperación es generalizada, habiéndose observado tasas de crecimiento intertrimestral del PIB positivas en varias economías industrializadas y emergentes. Al mismo tiempo, el ritmo de la recuperación es cada vez más divergente entre unos países y otros.

Esta visión general es coherente con los resultados de varios indicadores mundiales de corto plazo. El índice mundial de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) ha seguido aumentando, desde un mínimo de algo menos de 40 en el último mes de 2008 hasta 53,1 en diciembre de 2009, y se ha incrementado ligeramente, hasta 53,2, en enero de 2010 (véase gráfico 1). Como resultado de estas mejoras, el indicador PMI mundial —tanto para las economías desarrolladas como para las emergentes— ha vuelto a situarse en niveles próximos a los observados antes de que aparecieran las primeras señales de tensiones financieras en el verano de 2007. Tanto el descenso registrado durante la crisis financiera como el reciente incremento del PMI mundial han estado determinados, principalmente, por el sector manufacturero, mientras que el sector servicios mostró una mayor capacidad de resistencia durante la

Gráfico 1 PMI mundial, componente de producción

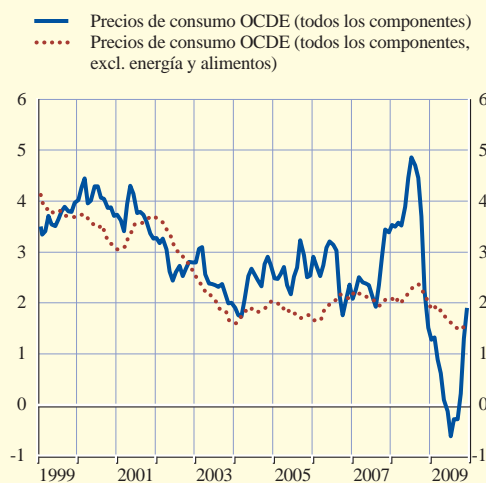
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

desaceleración, pero también un ritmo de recuperación más moderado. El repunte de la actividad ha venido acompañado de un crecimiento sostenido del componente de entrada de pedidos del PMI, que, actualmente, alcanza el nivel más alto observado desde mediados de 2004. Este incremento se debió, sobre todo, a los nuevos pedidos de productos manufactureros.

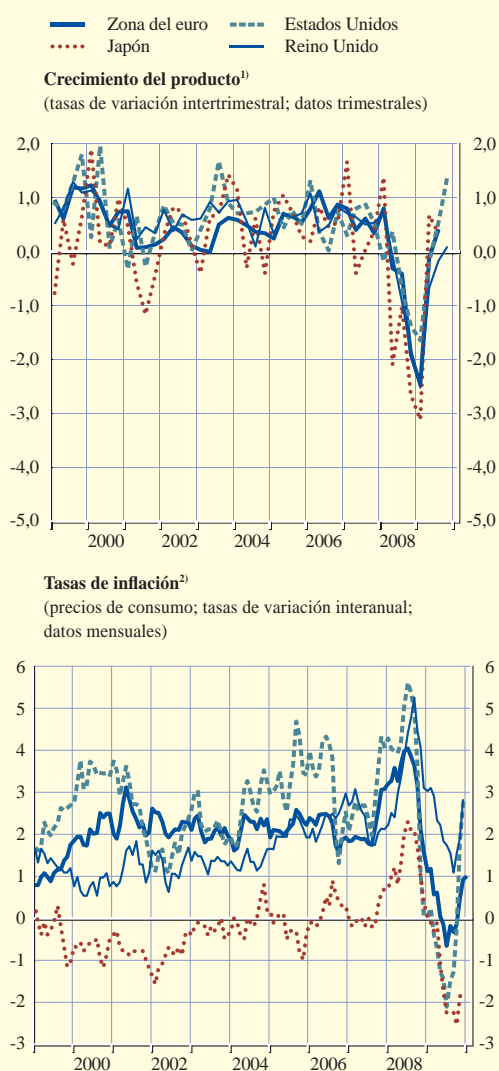
Las tasas generales de inflación se incrementaron, en los países de la OCDE, hasta el 1,9% en diciembre (véase gráfico 2), dado que los efectos de base asociados a la evolución de los precios de las materias primas se están tornando positivos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual registrada durante el mismo período fue ligeramente inferior: un 1,6%. El PMI mundial de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero experimentó un acusado incremento en diciembre, principalmente como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento económico experimentó una aceleración en el cuarto trimestre de 2009, tras tornarse positivo en el trimestre anterior, al seguir mejorando la situación económica. Según la estimación preliminar publicada por la Oficina de Análisis Económico, en el cuarto trimestre, el PIB real creció, en tasa anualizada, un 5,7%, el incremento más alto observado en más de seis años. El principal factor determinante del repunte de la actividad fue el ritmo menos pronunciado de liquidación de las existencias. Además, el consumo privado contribuyó positivamente al crecimiento, aunque menos que en el trimestre anterior. La inversión en propiedad residencial siguió aumentando y la inversión empresarial creció por primera vez en más de un año. La demanda exterior neta también contribuyó positivamente al crecimiento, ya que el sólido crecimiento de las exportaciones superó al de las importaciones. De cara al futuro, aunque las medidas de estímulo adoptadas por el gobierno siguen prestando un notable apoyo a la economía en el corto plazo, las perspectivas del gasto en consumo continúan estando empañadas por la debilidad de las condiciones del mercado de trabajo y por el endeudamiento privado de los hogares que sigue siendo elevado.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IPC aumentó un 2,7% en el año transcurrido hasta diciembre de 2009, frente a una media del -0,4% para el año (véase gráfico 3). El incremento interanual del IPC en di-

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

ciembre fue generalizado, observándose aumentos moderados de los índices correspondientes a los alimentos y a la mayoría de los productos básicos, así como efectos de base positivos derivados de la evolución previa de los precios de la energía. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se elevó ligeramente, hasta el 1,8%, en diciembre, frente a la media del 1,7% registrada para el conjunto del año.

El 27 de enero de 2010, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación, en una banda del 0% al 0,25%, el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las expectativas de inflación, probablemente justificará que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Algunas de las medidas no convencionales adoptadas para apoyar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía han expirado recientemente. Otras, se prevé que lo hagan como se anunció anteriormente, y que los programas de adquisiciones de valores a largo plazo concluyan para finales de marzo.

JAPÓN

En Japón, la situación económica ha mejorado en los últimos meses. Aunque la Oficina Económica del Gobierno ha revisado recientemente a la baja el crecimiento intertrimestral del PIB real en el tercer trimestre de 2009, del 1,2% al 0,3%, los indicadores de corto plazo mostraban una mejora de la situación en el último trimestre de 2009. La producción industrial ha aumentado durante varios meses consecutivos, mientras que los datos mensuales sobre consumo privado indican un fuerte gasto en bienes de consumo duradero, a pesar de una caída de la confianza de los consumidores y de la persistencia de las altas tasas de desempleo.

Los índices de precios siguieron bajando en diciembre de 2009, debido, en parte, al considerable exceso de capacidad productiva. En cifras interanuales, los precios de consumo descendieron un 1,7% en diciembre, tras una caída del 1,9% en noviembre. El descenso interanual de los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, fue del 1,2% en diciembre, frente a una caída del 1,0% en noviembre. La bajada de los precios también se reflejó en las expectativas de los consumidores. Los datos de las encuestas muestran que, en diciembre, por primera vez desde que se inició la encuesta, en abril de 2004, la proporción de personas que esperaban un descenso de los precios a un año vista fue mayor que la de aquellas que preveían precios más altos.

En su reunión de 26 de enero de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en torno al 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía. La predicción mediana de los miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de Japón respecto a la inflación subyacente medida por el IPC se revisó al alza hasta el -0,5% para el ejercicio 2010 y el -0,2% para el ejercicio 2011, es decir, 0,3 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente, en comparación con octubre. Por lo que respecta al PIB, esta predicción se mantuvo, en gran medida, sin variación en el 1,3% para el ejercicio 2010 y en el 2,1% para el ejercicio 2011.

REINO UNIDO

En Reino Unido, la actividad económica volvió a registrar tasas de crecimiento positivas a finales de 2009, mientras que la inflación repuntó significativamente. Según la estimación preliminar, el PIB real creció en el cuarto trimestre de 2009 un 0,1% en tasa intertrimestral, en comparación con una caída del 0,2% en el tercer trimestre. La recuperación, aún lenta, refleja principalmente la atonía del sector servicios. Mientras que la producción del sector manufacturero aumentó un 0,4%, en los servicios solo cre-

ció un 0,1%. Cada vez resulta más evidente que el mercado de la vivienda se ha estabilizado y ha comenzado a recuperarse de forma gradual. Los precios de la vivienda han subido por sexto mes consecutivo en diciembre de 2009, lo cual es coherente con la mayor disponibilidad de crédito hipotecario observada en el cuarto trimestre. El flujo de préstamos hipotecarios netos aumentó en noviembre de 2009, aunque se mantuvo muy por debajo de la media mensual de 2008. La inflación interanual, medida por el IAPC, se elevó al 2,9% en diciembre, desde el 1,9% de noviembre. El aumento de la inflación se debió, en parte, a efectos de base, tales como el impacto de la acusada caída del precio del petróleo en diciembre de 2008, pero también podría reflejar, hasta cierto punto, una anticipación del impacto sobre los precios, como consecuencia de la subida del IVA en enero.

En su reunión de 4 de febrero, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener en el 0,5% el tipo de cambio oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. Asimismo, el Comité decidió mantener el *stock* de las compras de activos en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la situación económica también parece haber mejorado recientemente, aunque se observa un repunte de la inflación general. En Suecia, el PIB real creció un 0,2% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2009, tras el incremento del 0,3% registrado en el segundo trimestre. En Dinamarca, el producto aumentó un 0,6% en el tercer trimestre, tras un acusado descenso del 2,3% en el segundo trimestre. En diciembre de 2009, la inflación interanual, medida por el IAPC, siguió aumentando —debido, principalmente, a efectos de base— hasta el 2,8% en Suecia y hasta el 1,2% en Dinamarca. El 15 de enero de 2010, el Danmarks Nationalbank redujo el principal tipo de interés oficial en 10 puntos básicos, hasta el 1,05%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, los indicadores recientes sugieren una cierta mejora de los resultados económicos. En comparación con el segundo trimestre, el PIB real experimentó una contracción ligeramente más lenta en Hungría y Rumanía en el tercer trimestre (-1,8% y -0,6% en tasa intertrimestral, respectivamente) y aumentó en Polonia y la República Checa (un 0,5% y un 0,8%, respectivamente). Los indicadores de corto plazo sugieren, en general, que la situación económica de la mayoría de los países de la región está mejorando. Concretamente, los indicadores relativos a las exportaciones y la industria mejoraron de forma significativa, mientras que los relacionados con la demanda interna muestran una imagen más heterogénea. Aunque los indicadores de confianza han venido mejorando en los últimos meses, se mantienen, en su mayoría, muy por debajo de las respectivas medias de largo plazo. La divergencia en la inflación interanual, medida por el IAPC, entre unos países y otros persistió en diciembre, con tasas que variaron desde el 0,5% de la República Checa y el 3,8% de Polonia, hasta el 4,7% y el 5,4% de Rumanía y Hungría, respectivamente. El 5 de enero de 2010, la Banca Națională a României decidió recortar el principal tipo de interés oficial en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Las economías emergentes de Asia han seguido recuperándose de la desaceleración mundial. Los estímulos macroeconómicos, sumados al descenso de las tasas de paro y a los positivos efectos riqueza derivados de la subida de los precios de los activos han contribuido a fortalecer la actividad económica. En varios países, la reactivación de las exportaciones ha cobrado nuevo impulso, lo que también se refleja en un crecimiento más rápido en el sector manufacturero. La inflación, medida por los precios de consumo, volvió a registrar tasas positivas en la mayoría de los países de la región, principalmente como consecuencia de efectos de base y de la subida de los precios de los alimentos y de las materias primas.

En China, la actividad económica experimentó una aceleración, con un crecimiento interanual del PIB real que se situó en el 10,7% en el cuarto trimestre de 2009, frente al 8,7% registrado para el conjunto del año. Los estímulos fiscales siguieron siendo uno de los principales factores determinantes del comportamiento económico, mientras que la demanda exterior neta supuso una contribución negativa de 3,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2009. La rápida aceleración de la inflación medida por los precios de consumo, que pasó del -1,8% en julio de 2009 al 1,9% en diciembre, ha obligado a iniciar una etapa de gradual endurecimiento de la política monetaria. Concretamente, a mediados de enero de 2010, se elevaron en 0,5 puntos porcentuales las exigencias de reservas de las entidades de crédito.

AMÉRICA LATINA

La actividad económica ha seguido mostrando señales de fortalecimiento, mientras que la inflación ha evolucionado de forma desigual en la región. En Brasil, la producción industrial aumentó casi un 19%, en tasa interanual, en diciembre de 2009, tras registrar un repunte en el mes anterior. La inflación interanual, medida por los precios de consumo aumentó ligeramente en diciembre, situándose en torno al 4%. En Argentina, la producción industrial creció un 10,3%, en tasa interanual, en diciembre. Al mismo tiempo, la inflación, medida por los precios de consumo, siguió aumentando, hasta alcanzar el 7,7% en diciembre. En México, la actividad económica continuó mostrando señales de estabilización, reduciéndose la producción industrial en un 1,7%, en tasa interanual, en noviembre, es decir, una tasa considerablemente más baja que la observada en el mes anterior. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se moderaron ligeramente, situándose la inflación, medida por los precios de consumo, en un 3,6% en diciembre.

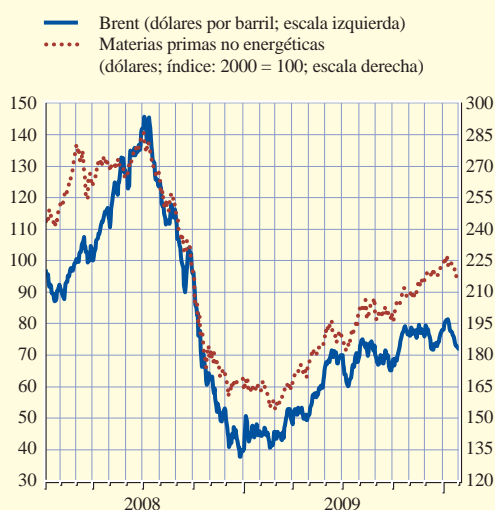
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

El repunte de los precios del petróleo observado en diciembre se corrigió, en parte, en enero. Los precios del barril de Brent se situaron, el 3 de febrero de 2010, en 74,2 dólares estadounidenses, aproximadamente un 7% por debajo del nivel de principios del año (véase gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en los mercados siguen esperando precios más altos a medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2011 se negocian actualmente en torno a 84 dólares estadounidenses el barril.

Si bien el descenso de los precios del petróleo tuvo su origen en la preocupación por la sostenibilidad del crecimiento económico en China, las variables fundamentales siguen siendo favorables. Las proyecciones más recientes de la Agencia Internacional de la Energía sobre la demanda en 2010 sugieren un incremento del consumo de 1,9 millones de barriles diarios en comparación con 2009. Por el lado de la oferta, las proyecciones indican que la producción de los países no pertenecientes a la OPEP prácticamente no experimentará variaciones en 2010.

Los precios de las materias primas no energéticas también se moderaron en enero. Los precios de los

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

alimentos y las materias primas agrícolas bajaron, concretamente, al conocerse los datos sobre las extraordinarias cosechas de maíz, al tiempo que se incrementaron los precios del azúcar. Los precios de los metales prácticamente no experimentaron variación, pero tras esta evolución general, se oculta una subida de los precios del estaño y una caída de los precios del plomo. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de enero de 2010, aproximadamente un 27% por encima del nivel registrado a comienzos de 2009.

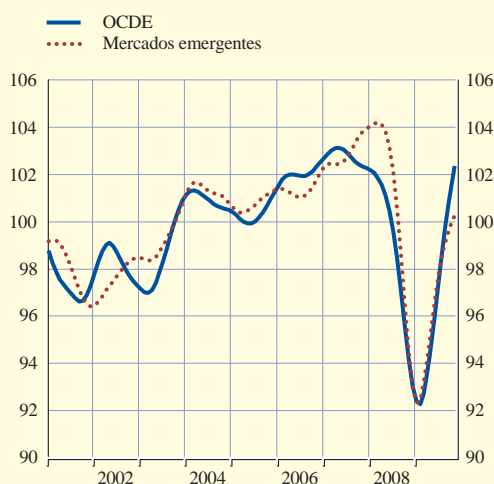
I.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados muestran que, a corto plazo, continuará la expansión de la economía mundial. En relación con noviembre de 2009, los últimos datos disponibles sobre el indicador sintético adelantado de la OCDE muestran un aumento en consonancia con la evolución media observada en los meses anteriores, de lo que se deduce que la actividad económica se encamina por la senda de la recuperación en la mayoría de los países más industrializados de la OCDE (véase gráfico 5), así como en las principales economías emergentes. El aumento sostenido de la confianza empresarial y de los consumidores en la mayoría de los países de la OCDE en los últimos meses refuerza también estas perspectivas más favorables a corto plazo. Los datos correspondientes a noviembre de 2009 sugieren que los indicadores de confianza han retornado a los niveles observados a mediados de 2008. Los datos más recientes, correspondientes a diciembre, indican de forma evidente, nuevas mejoras en el índice de confianza de los consumidores de Estados Unidos, mientras que en el caso de Australia y Canadá, los índices respectivos muestran un ligero descenso. Los índices de confianza empresarial de Estados Unidos, Japón y Suiza aumentaron en diciembre, aunque a un ritmo más lento que en las fases previas de la recuperación, lo que confirma esta positiva evaluación a corto plazo. Además, las valoraciones de los mercados de renta variable aumentaron significativamente en todo el mundo con respecto a los mínimos registrados a comienzos de 2009. Esta evolución podría reflejar la mejora de las perspectivas de crecimiento a escala mundial, a la que habría que sumar los niveles históricamente bajos de los tipos de interés oficiales en todos los países. La recuperación de la economía mundial sugiere también una mejora de las perspectivas del comercio internacional, así como de la demanda exterior de la zona del euro. Los indicadores más recientes sobre el comercio mundial, basados en los datos disponibles hasta noviembre de 2009, continúan mostrando un crecimiento del volumen. A pesar de estas señales positivas, la incertidumbre sigue rodeando tanto a las perspectivas de crecimiento mundial, como a las posibilidades de que la recuperación pueda autosostenerse una vez que el impacto de los factores transitorios que respaldan la actividad económica en el corto plazo —como el ciclo de existencias y las políticas de estímulo— comiencen a perder fuerza.

Aunque las perspectivas de la economía mundial continúan sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por el lado positivo, la confianza po-

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

dría mejorar más de lo previsto y tanto la economía mundial como el comercio exterior podrían recuperarse de forma más vigorosa de lo esperado. Además, podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por el lado negativo, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado se situaron en torno a cero en diciembre de 2009, tras haber descendido de modo paralelo durante un período prolongado. Esta dinámica respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, actualmente, las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. La tasa de crecimiento interanual de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. Además, la moderación observada en los préstamos de las IFM al sector privado ocultó un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras pasó a ser más negativa. Esta trayectoria divergente sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro continuó en diciembre, impulsado principalmente por la reducción de posiciones frente a otras IFM.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

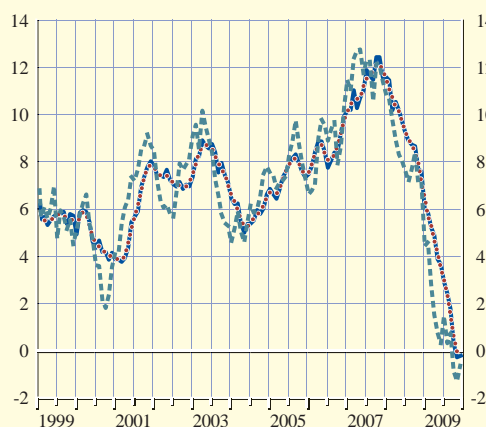
La tasa de crecimiento interanual de M3 prácticamente no se modificó y fue del $-0,2\%$ en diciembre de 2009, frente al $-0,3\%$ de noviembre (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento intermensual pasó a ser positiva, tras haber permanecido en niveles negativos los dos meses precedentes (el $0,5\%$ en diciembre, frente al $-0,5\%$ de noviembre y el $-0,3\%$ de octubre). No obstante, es posible que este aumento no sea indicativo de un cambio en la evolución monetaria, ya que estuvo impulsado, principalmente, por los cuantiosos flujos de entrada registrados en las cesiones temporales, que suelen ser relativamente volátiles. Si se considera más allá de la evolución a corto plazo, la dinámica monetaria continuó siendo moderada y siguió reflejando el fuerte impacto a la baja asociado a la acusada pendiente de la curva de rendimientos y a la mejora de la confianza de los inversores, que han propiciado desplazamientos desde M3 hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, los reducidos diferenciales observados entre los tipos de interés de los diversos tipos de depósitos a corto plazo han favorecido un proceso de sustitución en M3, con desplazamientos hacia M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se ha mantenido en niveles elevados, mientras que la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista ($M2-M1$) y la de los instrumentos negociables ($M3-M2$) han pasado a ser cada vez más negativas en los doce últimos meses.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se situó en cero en diciembre, siendo ligeramente negativa durante dos meses consecutivos. Si los datos se ajustan por el efecto causado por las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

titulización, las tasas de crecimiento interanual han sido positivas en los últimos meses, si bien la mejora observada en diciembre fue menos pronunciada. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares aumentó de nuevo en diciembre, proporcionando señales, aunque todavía incipientes, de que se está produciendo un punto de inflexión en lo que respecta a los préstamos a este sector. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras siguió reduciéndose. Este patrón de la evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El proceso de desapalancamiento del sector bancario pareció haber continuado en diciembre, pero se llevó a cabo, principalmente, mediante la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM. La moderación de los préstamos otorgados al sector privado parece reflejar, en gran medida, un descenso de la demanda por parte de los prestatarios.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de M3 prácticamente no se modificara ocultó un nuevo cambio en las contribuciones de los distintos componentes. Aunque la contribución de M1 volvió a aumentar, la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista pasó a ser aún más negativa. La contribución de los instrumentos negociables apenas se modificó y se mantuvo negativa.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso y se situó en el 12,3% en diciembre, desde el 12,5% del mes anterior (véase cuadro 1). No obstante, el flujo mensual fue positivo (una evolución atribuible casi exclusivamente a los depósitos a la vista).

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 -9% en diciembre, desde el -8,6% de noviembre. La tercera parte de las salidas mensuales observadas en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), se vio compensada por el flujo de entrada registrado en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). Es probable que se estén produciendo

Cuadro 1 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Nov	2009 Dic
M1	48,0	5,4	8,1	12,2	12,3	12,5	12,3
Efectivo en circulación	8,1	13,6	13,2	12,8	7,5	6,8	6,1
Depósitos a la vista	39,9	3,8	7,1	12,1	13,3	13,8	13,6
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,5	9,3	3,0	-3,1	-7,6	-8,6	-9,0
Depósitos a plazo hasta dos años	20,2	13,0	-0,7	-13,2	-22,1	-23,9	-24,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,4	4,5	8,6	12,9	15,9	16,3	15,3
M2	87,5	7,3	5,6	4,5	2,2	1,8	1,6
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,5	-0,7	-2,5	-7,6	-11,4	-12,8	-10,2
M3	100,0	6,1	4,4	2,7	0,3	-0,3	-0,2
Crédito a residentes en la zona del euro		6,5	4,8	3,6	2,9	2,7	2,4
Crédito a las Administraciones Públicas		5,7	8,4	11,5	13,6	13,2	11,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,3	1,5	2,7	3,2	3,4	3,5
Crédito al sector privado		6,7	4,0	2,1	0,9	0,6	0,7
Préstamos al sector privado		4,6	2,1	0,4	-0,6	-0,7	-0,0
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		6,1	3,6	1,6	0,3	0,1	0,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,7	4,3	4,8	6,8	7,3	6,0

Fuente: BCE.

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

desplazamientos entre estas dos modalidades de depósito a corto plazo ya que, actualmente, los depósitos de ahorro a corto plazo están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. De igual modo, el reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista continúa proporcionando incentivos para colocar fondos procedentes de los depósitos a corto plazo en este instrumento.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó y se situó en el -10,2% en diciembre, desde el -12,8% de noviembre. Este incremento, que fue bastante acusado, estuvo determinado por las entradas registradas en diciembre en las cesiones temporales que mantienen los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones (OIF)¹. Además, por primera vez desde abril de 2009, el sector tenedor de dinero realizó adquisiciones netas de valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta dos años) de las IFM. En cambio, las entradas mensuales registradas en el principal subcomponente de estos instrumentos, las participaciones en fondos del mercado monetario, fueron moderadas.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, se incrementó hasta situarse en el 1,2% en diciembre, desde el 1,1% de noviembre, tras haber descendido desde el tercer trimestre de 2008. Esta tasa ocultó una evolución heterogénea de los diversos sectores, ya que el nuevo aumento de la contribución de las sociedades no financieras quedó compensado, en líneas generales, por la nueva disminución de la contribución de los hogares y una aportación más negativa de los intermediarios financieros no monetarios. El descenso observado en la contribución de los depósitos de los hogares es coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con el desplazamiento de fondos hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, la sostenida acumulación de liquidez observada en el caso de las sociedades no financieras es acorde con la circunstancia de que las empresas están reponiendo sus reservas de liquidez, así como con la mejora que suele producirse en los flujos de caja de las empresas en una fase temprana de una recuperación económica.

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 volvió a descender y se situó en el 2,4% en diciembre, desde el 2,7% de noviembre (véase cuadro 1), como consecuencia de la nueva caída de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas (aunque se mantuvo elevada, en el 11,2%, frente al 13,2% de noviembre), mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado prácticamente no se modificó y permaneció en un nivel relativamente moderado, el 0,7%.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (el principal componente del crédito otorgado a este sector) fue de cero, habiendo permanecido en niveles ligeramente negativos durante dos meses consecutivos. Si esta tasa se ajusta por el impacto de las operaciones de titulización, el aumento del crecimiento registrado en diciembre fue menos pronunciado, reflejando el hecho de que las numerosas bajas del balance de préstamos registradas a finales de 2008 han desaparecido del cálculo de la tasa de crecimiento interanual (con unos flujos de préstamos moderados o incluso negativos dados de baja en el segundo semestre de 2009). Por tanto, la distorsión observada en las tasas de crecimiento interanual de los préstamos como consecuencia de las bajas del balance ha disminuido, una reducción que se espera que continúe en los próximos meses.

¹ Para una descripción detallada de la naturaleza, con frecuencia volátil, de las tenencias de cesiones temporales por parte de los OIF, véase el recuadro 2, titulado, «Evolución reciente de las cesiones temporales», en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

La moderación observada en los préstamos y créditos otorgados al sector privado oculta una evolución heterogénea de los distintos subsectores. Los préstamos y créditos concedidos a las sociedades no financieras descendieron de nuevo, mientras que continuó la trayectoria positiva registrada en los préstamos a los hogares en el segundo semestre de 2009 (véase cuadro 2). Esta evolución divergente es acorde con regularidades históricas: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a recuperarse en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica (para más detalles sobre los criterios que aplican las entidades de crédito de la zona del euro para la concesión de préstamos y líneas de crédito y sobre la demanda de préstamos, véase el recuadro 1).

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					
		2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2009 Nov	2009 Dic
Sociedades no financieras	43,6	8,1	4,6	1,1	-1,4	-1,9	-2,3
Hasta un año	25,2	4,0	-2,6	-8,7	-12,0	-12,1	-13,8
De uno a cinco años	20,0	12,4	9,8	4,7	-0,2	-1,4	-1,6
Más de cinco años	54,7	8,8	6,8	5,3	3,9	3,7	3,9
Hogares²⁾	46,0	1,0	0,0	-0,1	0,3	0,5	1,3
Crédito al consumo ³⁾	12,7	1,2	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0	-0,1
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,7	0,7	-0,2	-0,3	0,2	0,3	1,5
Otras finalidades	15,6	1,7	1,5	1,4	1,9	2,5	1,7
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,7	-3,5	-6,1	-12,3	-14,4	-12,5
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,6	7,9	1,3	-0,0	0,5	0,3	5,5

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.

Recuadro 1

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ENERO DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 7 de diciembre de 2009 y el 8 de enero de 2010¹. En general, cabría decir que el punto en el que la tendencia hacia el endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito, observada desde el segundo semestre de 2007, empezaría a revertir estaría ahora más cerca, aunque todavía no se habría alcanzado en el conjunto de la zona del euro. Los resultados de la última encuesta apuntan a que los citados criterios volvieron a experimentar un leve endurecimiento neto que, no obstante, fue de menor magnitud que en trimestres anteriores. Si se consideran las distintas categorías de prestatarios, la disminución del endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos y líneas de crédito fue mayor para los créditos hipotecarios que para el crédito al consumo y para los préstamos a las sociedades no financieras.

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 8 de enero de 2010. El 29 de enero de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

En el último 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 continuó reduciéndose y se situó en el 3%, en comparación con el 8% del tercer trimestre y el 21% del segundo trimestre (véase gráfico A). Por tanto, el ritmo de descenso del endurecimiento neto² señalado en la última encuesta fue considerablemente más lento que el indicado en encuestas recientes. Este descenso fue también algo menor de lo esperado por las entidades de crédito en la encuesta anterior ya que, en el tercer trimestre de 2009, estas esperaban que el endurecimiento neto se interrumpiera, situándose en cero.

Si se consideran los factores que contribuyeron al leve endurecimiento neto adicional de los criterios, las entidades señalaron un impacto menor de los riesgos asociados a la evolución de la actividad económica en general, a las perspectivas de sectores concretos y a las garantías solicitadas. Aunque todos estos factores todavía contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios, su importancia siguió disminuyendo en el último trimestre de 2009, en consonancia con la mejora general de las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. No obstante, los factores específicos de las entidades de crédito proporcionaron una imagen más ambigua. Por un lado, el acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el -2%) y su situación de liquidez (el -8%), contribuyeron a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos en el cuarto trimestre de 2009, aunque algo menos que en el trimestre precedente. Por otro, los costes relacionados con el nivel de

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 el de 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»).

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.

capital de las entidades (el 9%) contribuyeron a un aumento del endurecimiento de los criterios (en comparación con el 7% del tercer trimestre de 2009).

El endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas también continuó disminuyendo en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico B). Esta reducción fue generalizada en todas las clases de condiciones, si bien, en particular, el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios volvió a reducirse sustancialmente y se situó en el 6% en el último trimestre de 2009, en comparación con el 13% del trimestre anterior.

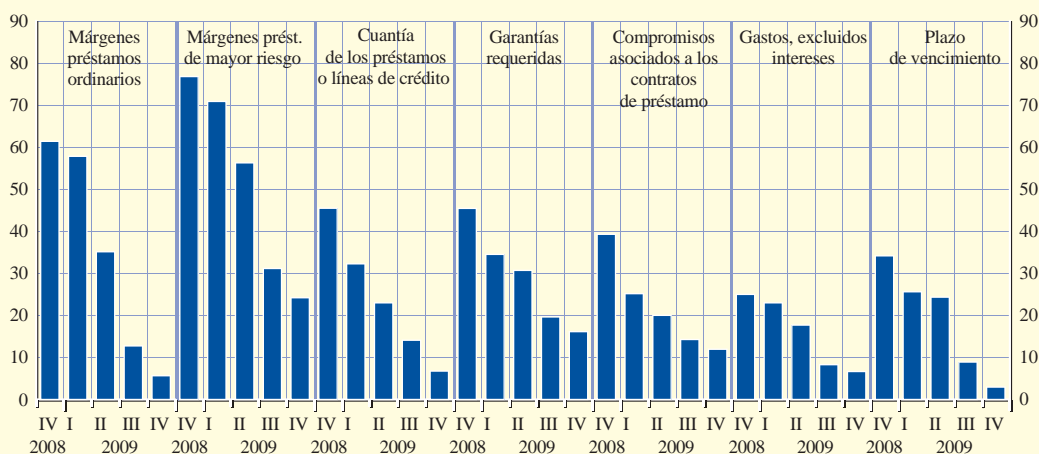
De cara al futuro, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta esperan un leve endurecimiento neto adicional de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras en el primer trimestre de 2010, pudiendo este experimentar un ligero empeoramiento, hasta situarse en el 4% (véase gráfico A).

Demanda de préstamos: La demanda neta³ de préstamos por parte de las sociedades no financieras se mantuvo negativa (en el -8%), aunque mucho menos que en el tercer trimestre de 2009 (el -20%). La debilidad de las inversiones en capital fijo (el -34% en el último trimestre de 2009, en comparación con el -52% del trimestre anterior) y, en menor medida, las escasas operaciones de fusión y adquisición (el -24% en el último trimestre de 2009, frente al -33% del trimestre precedente) se consideran los principales factores que contribuyeron a la demanda neta negativa de préstamos, aunque las contribuciones de ambos factores pasaron a ser menos negativas en 2009 (véase gráfico C). Otro factor relevante es la mayor utilización de fuentes de financiación alternativas por parte de las empresas de la zona del euro, como la emisión de acciones (el -5%) y, en particular, de valores de renta fija (el -13%), en un contexto de condiciones favorables en los mercados.

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 el de las que han señalado que ha disminuido.

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

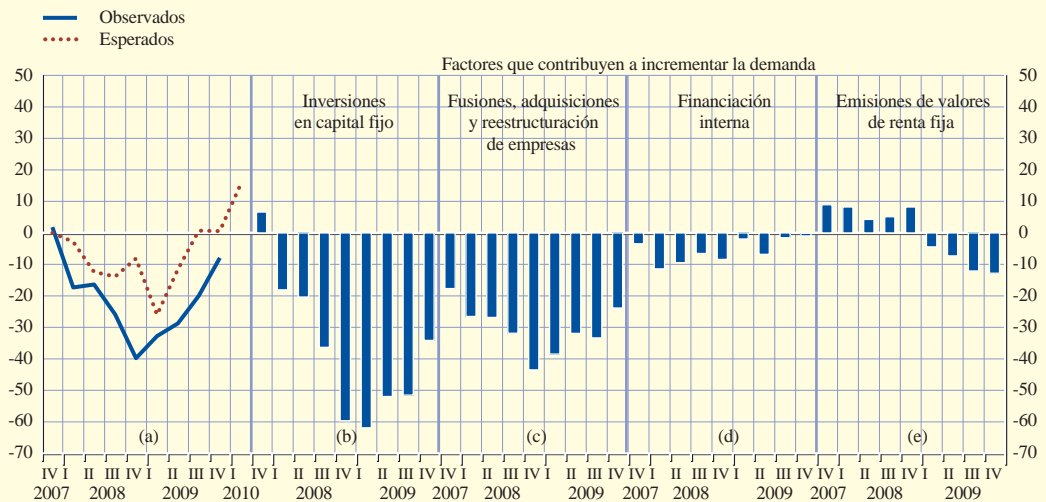
(porcentaje neto de entidades que indican un endurecimiento de las condiciones)



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».

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 futuro, las entidades parecen ser más optimistas en relación con la demanda de préstamos de las empresas que en la encuesta anterior, y esperan que esta se recupere y pase a ser positiva en el primer trimestre de 2010 (el 15%), algo más para las pequeñas y medianas empresas (el 22%) que para las grandes empresas (el 8%).

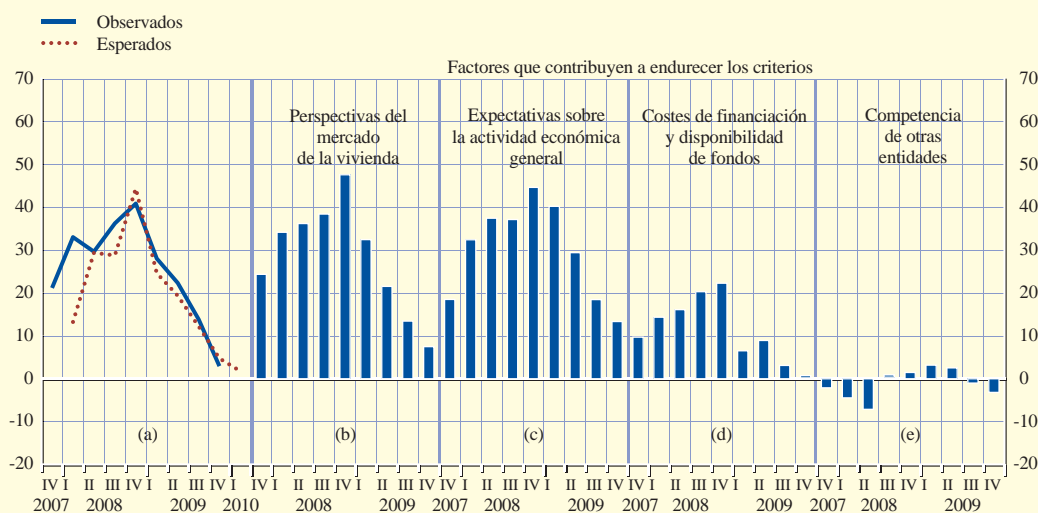
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: 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 de nuevo continuó descendiendo a un ritmo constante y se situó en el 3% en el último trimestre de 2009, en comparación con el 14% del tercer trimestre y el 22% del segundo trimestre (véase gráfico D). Esta evolución fue acorde, en líneas generales, con las expectativas de la encuesta anterior. Esta nueva disminución estuvo determinada, principalmente, por la menor percepción de los riesgos asociados a la actividad económica en general (el 13% en el cuarto trimestre de 2009, frente al 19% del tercer trimestre) y, en particular, a las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 8%, en comparación con el 14%), aunque ambos factores todavía contribuyeron al endurecimiento de los criterios aplicados para la concesión de préstamos para adquisición de vivienda. A diferencia de lo ocurrido con los préstamos a empresas, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, consideradas restricciones puras por el lado de la oferta para la concesión de préstamos, ya no contribuyeron al endurecimiento de los criterios a finales de 2009, y fueron neutrales por primera vez desde mediados de 2007.

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, el incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios volvió a reducirse en el cuarto trimestre de 2009 (hasta un nivel casi neutral, el 1%, frente al 6% del trimestre precedente). Aunque todavía fue consi-

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.

derable, el incremento neto de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo y la relación entre el principal y el valor de la garantía siguieron disminuyendo, lo que apunta a una reducción general de la aversión al riesgo de las entidades de crédito en relación con los préstamos para adquisición de vivienda. No obstante, las entidades participantes en la encuesta señalaron que el aumento de las garantías solicitadas y el endurecimiento neto de otras condiciones relacionadas con el plazo de vencimiento de los préstamos y con los gastos excluidos intereses apenas se habían modificado entre el tercero y el último trimestre de 2009.

De cara al futuro, las entidades esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda siga disminuyendo ligeramente en el primer trimestre de 2010 (desde el 5% del último trimestre de 2009, hasta el 2% esperado para el primer trimestre de 2010).

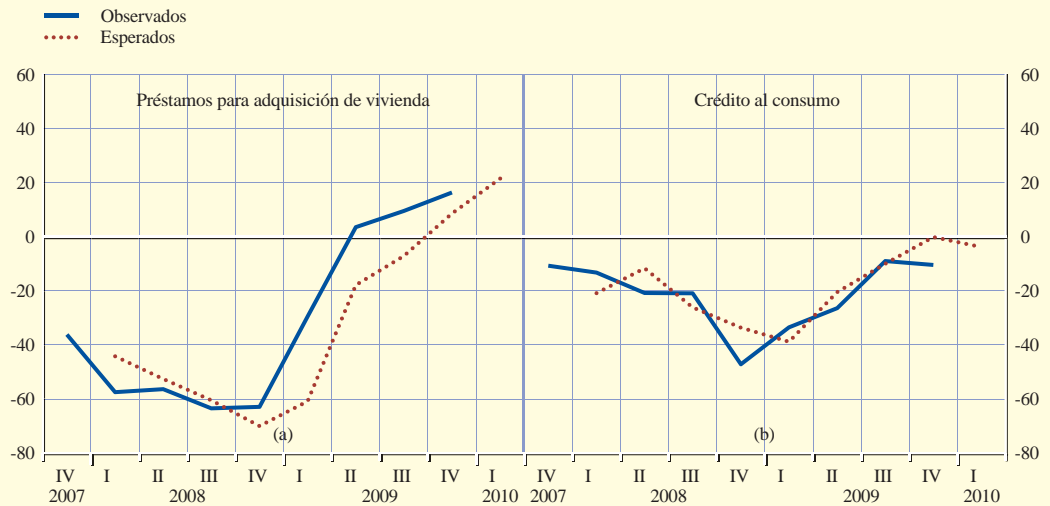
Demanda de préstamos: El porcentaje neto de entidades participantes en la encuesta que señaló un incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó aumentando por tercer trimestre consecutivo y se situó en el 16% (en comparación con el 10% del tercer trimestre de 2009 y el 4% del segundo trimestre), más de lo esperado en la encuesta anterior (véase gráfico E). Este aumento estuvo determinado, en su mayor parte, por la contribución de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, que pasaron a ser positivas (desde el -8% del tercer trimestre de 2009 hasta el 8% del último trimestre) por primera vez desde 2006. Aunque la confianza de los consumidores siguió conteniendo la demanda de esta modalidad de préstamo, también ha mejorado sustancialmente. De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda continúe incrementándose (hasta el 22%) en el primer trimestre de 2010.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de nuevos créditos al consumo observado en la encuesta de enero de 2010 se situó en el 10%, en

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

(en porcentaje neto)

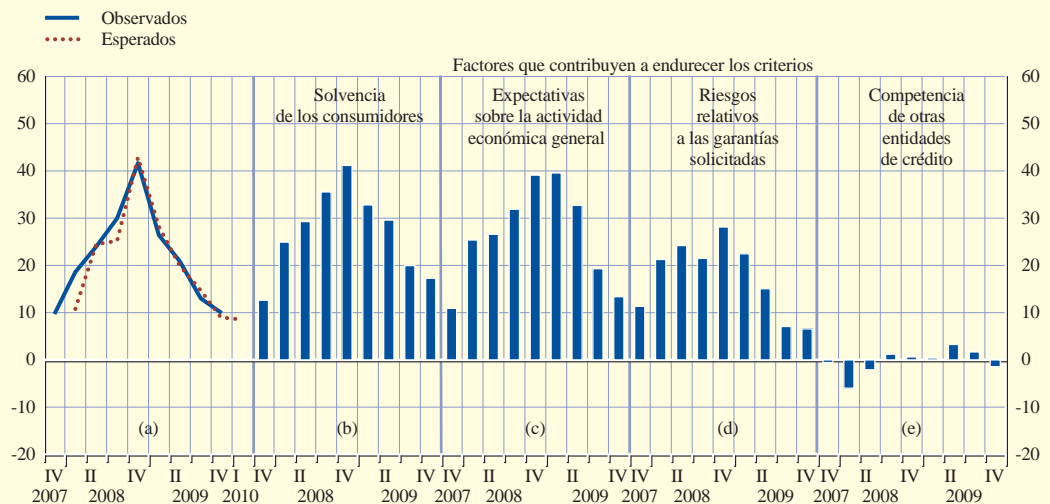


Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha incrementado considerablemente» y «se ha incrementado en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se ha reducido en cierta medida» y «se 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.

comparación con el 13% del tercer trimestre de 2009 y el 21% del segundo trimestre (véase gráfico F). En consecuencia, el endurecimiento neto también disminuyó en el cuarto trimestre de 2009, pero este descenso fue menos pronunciado que para otras modalidades de préstamo. Además, esta evolución fue acorde, en líneas generales, con las expectativas de las entidades. Al igual que en la encuesta anterior, el endurecimiento neto general registrado en el último trimestre de 2009 apuntaba más a riesgos relacio-

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.

nados con la solvencia de los prestatarios (el 17%) y con las garantías (el 7%), que a factores específicos de las entidades de crédito relacionados con los costes de financiación y disponibilidad de fondos (el 4%). De cara al futuro, las entidades parecen haber modificado ligeramente su valoración de la evolución de los criterios aplicados para la concesión de crédito al consumo y, a diferencia de la encuesta anterior, ya no esperan que el endurecimiento neto se interrumpa, sino más bien que continúe reduciéndose, aunque sólo levemente, con respecto al trimestre anterior (hasta un 9%, según las expectativas, en el primer trimestre de 2010).

Demanda de préstamos: La evolución de la demanda de crédito al consumo fue más contenida en el último trimestre de 2009. La demanda neta de esta modalidad de crédito siguió disminuyendo (el -10% en el citado trimestre, frente al -9% del tercer trimestre y el -26% del segundo). Según las entidades participantes en la encuesta, aunque se señaló que el efecto moderador causado por la confianza de los consumidores había sido menor en el cuarto trimestre de 2009, no se observaron mejoras en el gasto en bienes de consumo duradero ni en el ahorro de los hogares. De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo experimente una ligera mejora en el primer trimestre de 2010, pero que se mantenga negativa, en el -4%.

Preguntas ad hoc sobre las turbulencias en los mercados financieros y expectativas con un horizonte de doce meses

Al igual que en encuestas anteriores, en la de enero de 2010 se planteó 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 y, por primera vez, se introdujo una nueva pregunta sobre las expectativas en relación con las restricciones de crédito con un horizonte de doce meses.

En general, las entidades participantes en la encuesta indicaron que el acceso a la financiación en los mercados mayoristas había mejorado en el último trimestre de 2009. Un porcentaje neto del 17% y el 10%, respectivamente, de las entidades participantes indicaron que el acceso a la financiación en los mercados monetarios a muy corto plazo y a corto plazo había experimentado cierta mejora. De igual modo, las entidades tendieron a señalar una mejora muy leve en el acceso a los mercados de renta fija a corto plazo y a largo plazo, así como en el acceso a la titulación, tanto para los préstamos para adquisición de vivienda como para los préstamos a empresas. No obstante, la denominada «titulación sintética» (es decir, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance) continuó deteriorándose. En el primer trimestre de 2010, las entidades esperan una nueva mejora en el acceso a los mercados financieros (a los mercados monetarios, de valores de renta fija y de titulación). Se espera que la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance siga planteando dificultades, aunque menos que en el último trimestre de 2009.

En cuanto al impacto de 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, un número creciente de entidades indicó que estas medidas ya no influyen en el acceso a los mercados (el 63% en el último trimestre de 2009, desde el 45% del tercer trimestre). No obstante, alrededor del 37% de las entidades participantes siguió considerando que estas medidas realmente facilitaron el acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, apenas se registraron variaciones entre

el tercer y el cuarto trimestre de 2009. En el último trimestre, aproximadamente el 41% de las entidades participantes en la encuesta indicó que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia, una valoración acorde, en general, con las respuestas de la encuesta anterior.

Por último, las expectativas de las entidades de crédito de la zona del euro en relación con los criterios a aplicar para la aprobación de préstamos y líneas de crédito en 2010 en su conjunto parecen ser muy similares a las expectativas para el primer trimestre. La única excepción son los criterios aplicados a los préstamos hipotecarios, que se prevé que experimenten una relajación en 2010, en su conjunto, aunque todavía se esperaba que se endurezcan en el primer trimestre del año. En general, la evidencia disponible sugiere que, actualmente, las entidades de la zona no esperan una relajación generalizada de los criterios en los próximos meses, excepto en los aplicados a los préstamos hipotecarios.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras descendió de nuevo y se situó en el -2,3% en diciembre, desde el -1,9% de noviembre. Si se considera el detalle por vencimientos, el flujo de préstamos a este sector que, en general, fue negativo, continuó reflejando, fundamentalmente, las sustanciales salidas observadas en los préstamos hasta un año (que hicieron que la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos a corto plazo se adentrara aún más en territorio negativo). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a largo plazo (más de cinco años) experimentó un ligero incremento, pese a los moderados flujos registrados. Esa evolución opuesta puede deberse a diversos factores, como la sustitución de los préstamos a corto plazo por préstamos a largo plazo o, especialmente en el caso de las grandes empresas, por la financiación en los mercados. Al mismo tiempo, el bajo nivel de existencias y la mayor disponibilidad de activos monetarios líquidos en el sector en su conjunto pueden haber reducido la necesidad de financiación a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares aumentó de nuevo y se situó en el 1,3% en diciembre, frente al 0,5% de noviembre. Si se tiene en cuenta el impacto de las bajas de préstamos del balance realizadas en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance o real (que suelen afectar a los préstamos a los hogares más que a los préstamos a las sociedades no financieras), la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este sector es menos pronunciada. El incremento observado en el crecimiento interanual de los préstamos en diciembre estuvo principalmente impulsado por los préstamos para adquisición de vivienda, y también, aunque en menor medida, por el crédito al consumo, aunque esta última modalidad de préstamo se mantuvo en niveles moderados. En general, la evolución más reciente sugiere que es posible que se haya llegado a un punto de inflexión en términos del crecimiento de los préstamos a los hogares.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 6% en diciembre, desde el 7,3% del mes anterior. Esta evolución se debe a efectos de base, así como los flujos moderados o ligeramente negativos registrados en todos los componentes. Desde una perspectiva sectorial, las entidades de crédito continuaron obteniendo financiación a largo plazo de los hogares en forma de depósitos a largo plazo, reflejo del hecho de que estos depósitos están mejor remunerados que los depósitos a corto plazo.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM ascendieron a 154 mm de euros en diciembre, frente a los 59 mm de euros de noviembre (véase gráfico 7). Este incremento tuvo su origen, fundamentalmente, en las considerables entradas mensuales registradas

en diciembre, mientras que el descenso de los pasivos exteriores (principalmente depósitos) superó considerablemente el observado en los activos exteriores (en su mayor parte, préstamos).

En resumen, el hecho de que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado hayan descendido de modo paralelo durante un período prolongado y de que ambas permanecieran en torno a cero en diciembre respalda la valoración de que el ritmo de crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. El crecimiento de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos.

2.2 EMISIONES DE VALORES

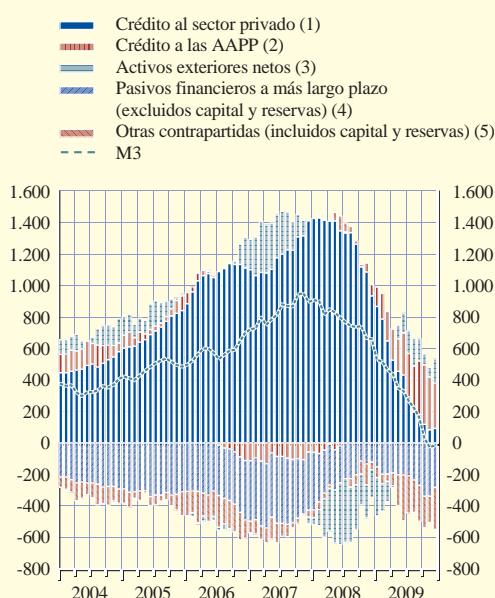
En general, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones mostró signos de moderación, y en noviembre de 2009 se redujo hasta el 9,6%. Durante el año pasado, la emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se benefició de las favorables condiciones imperantes en los mercados. En el sector de sociedades no financieras, el dinamismo de la emisión de valores mantuvo su fuerza en noviembre, impulsado principalmente por la emisión de valores a largo plazo. Es probable que esta tendencia positiva observada en el sector empresas refleje, en cierta medida, la sustitución de la financiación bancaria por financiación en los mercados, respaldada por la rápida disminución del coste de los valores de renta fija con posterioridad al primer trimestre 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 continuó moderándose y cayó hasta el 9,6% en noviembre de 2009, desde el 11% del mes anterior, como consecuencia del descenso generalizado de las emisiones de todos los sectores institucionales (véase cuadro 3). Las tasas de crecimiento semestral anualizadas y desestacionalizadas muestran una evolución similar, y la emisión de valores distintos de acciones se redujo desde el 15,2%, registrado en marzo de 2009, hasta el 6,3% en noviembre de 2009. Esta evolución fue consecuencia de un acusado descenso de las tasas de crecimiento de la emisión por parte de las instituciones financieras monetarias y de las instituciones financieras no monetarias y, en menor medida, de las Administraciones Públicas (véase gráfico 8). La emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas siguió siendo intensa. La caída general observada en noviembre estuvo impulsada por una nueva disminución de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo, ya que los emisores mostraron mayor preferencia por los valores distintos de acciones a largo plazo, con el fin de asegurarse unas condiciones favorables de financiación a largo plazo.

Gráfico 7 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.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Noviembre	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Octubre	2009 Noviembre
Valores distintos de acciones	14.233	7,8	10,6	12,0	11,5	11,0	9,6
IFM	5.382	5,7	5,9	5,8	4,1	3,0	2,5
Instituciones financieras no monetarias	2.159	23,5	30,9	32,5	28,7	26,1	21,5
Sociedades no financieras	795	5,6	7,9	10,3	13,2	16,1	15,8
Administraciones Públicas	5.898	5,6	9,6	12,2	13,5	13,3	11,9
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.532	5,7	9,9	12,4	13,7	13,6	12,0
Otras Administraciones Públicas	366	3,0	6,0	9,6	9,5	10,4	10,5
Acciones cotizadas:	4.099	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7	2,7
IFM	568	4,9	7,2	8,7	9,4	9,0	8,8
Instituciones financieras no monetarias	314	2,6	3,1	3,4	3,8	0,8	1,7
Sociedades no financieras	3.217	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,9	1,9

Fuente: BCE.

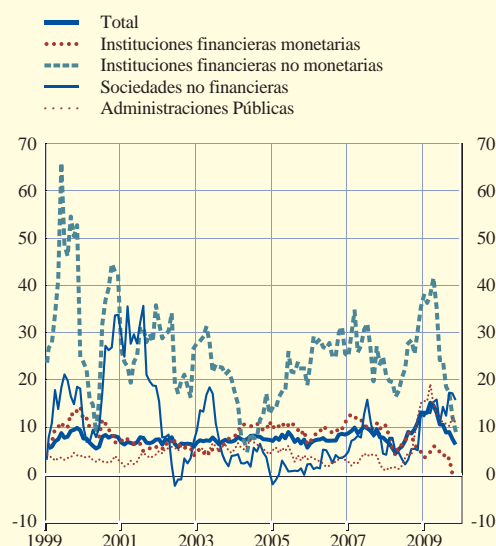
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

En cuanto a los plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo cayó hasta situarse en el 0,9% en noviembre, desde el 5,5% del mes anterior. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo experimentó un ligero descenso y fue del 10,8%. La emisión de valores a largo plazo puede dividirse en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses ha persistido la tendencia positiva observada en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, con una tasa de crecimiento interanual que aumentó desde el 5,4% registrado a principios de año hasta el 12,5% en noviembre de 2009. Al mismo tiempo, ese mes, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable continuó descendiendo y fue del 7,1%.

Por lo que respecta a la emisión por sectores, el ritmo de emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo muy intenso, con una tasa de crecimiento interanual del 15,8% en noviembre de 2009. Desde principios de 2009, el repunte de la emisión neta por parte de las sociedades no financieras ha estado impulsado por los valores distintos de acciones a largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo, que aumentaron a una tasa interanual del 26,1% en noviembre de 2009. En cambio, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo se redujo de manera acusada, disminuyendo aproximadamente una tercera parte en relación con el año anterior. Actualmente, las empresas de la zona del euro están aprovechando el significativo descenso del coste

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

relativo de la financiación mediante valores de renta fija observado con posterioridad al primer trimestre de 2009, con el fin de asegurarse financiación a largo plazo, con unos diferenciales de los valores de renta fija privada que en la actualidad se sitúan por debajo de los niveles registrados justo antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008. Al mismo tiempo, el dinamismo patente en la emisión de valores distintos de acciones también podría deberse, en parte, al endurecimiento de las condiciones aplicadas para la obtención de préstamos bancarios.

En cuanto al sector financiero, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM volvió a disminuir y se situó en el 2,5% en noviembre de 2009, desde el 3% de octubre. Este descenso estuvo determinado por la rápida caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que fue del -11,7% en noviembre, mientras que el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se estabilizó en una tasa en torno al 5%.

De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó hasta el 21,5% en noviembre de 2009, como consecuencia de la fuerte contracción de la emisión de valores a corto plazo. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, al igual que las de otros emisores, siguieron centrándose en los valores a más largo plazo.

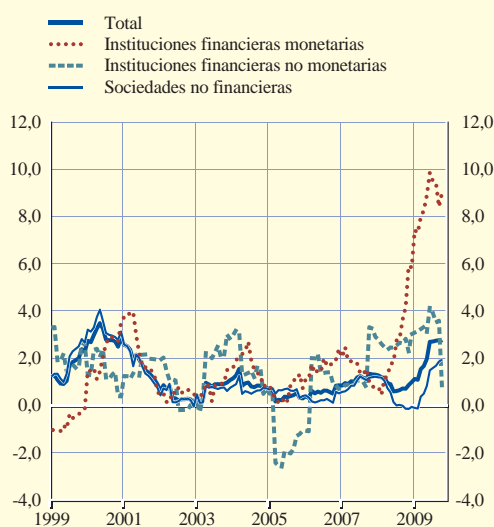
Por último, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados, pero se redujo con respecto al mes precedente, y en noviembre de 2009 se situó en el 11,9%. El acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se vio compensado, en parte, con el aumento de la tasa correspondiente a los valores a largo plazo. El fuerte impulso observado en la emisión de deuda pública se debe a las persistentes y sustanciales necesidades de financiación del sector público de la zona del euro.

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 noviembre de 2009 (véase gráfico 9). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo elevada, en el 8,8%, reflejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances incrementando sus bases de capital. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras no experimentó variaciones y fue del 1,9% en noviembre de 2009, por encima de los niveles muy reducidos observados en el primer semestre de 2009, posiblemente impulsada por el aumento de la confianza y por la positiva evolución de los mercados bursátiles.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

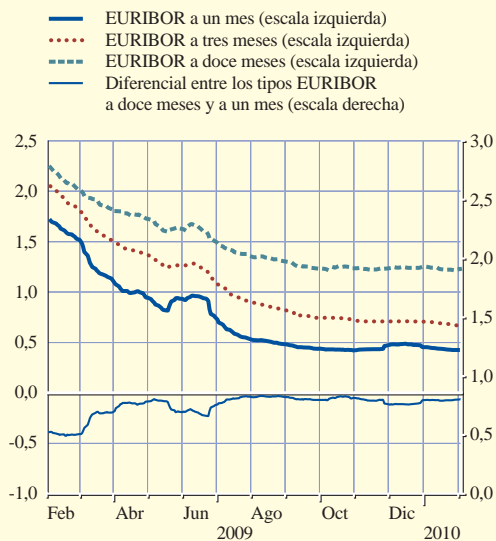
La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó en enero y principios de febrero de 2010, observándose descensos marginales en todos los plazos de vencimiento. Esta evolución se debió a que las condiciones de liquidez se mantuvieron holgadas en la zona del euro, especialmente tras la adjudicación, el 16 de diciembre de 2009, de la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. El Eurosistema también continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un descenso marginal en enero y principios de febrero de 2010. El 3 de febrero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,43%, el 0,67%, el 0,93% y el 1,23%, respectivamente, lo que supone unos descensos moderados (3, 2 y 6 puntos básicos y 1 punto básico), en relación con los niveles observados el 8 de enero. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes permanecía en 80 puntos básicos el 3 de febrero (véase gráfico 10).

Los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como los obtenidos del índice del EONIA swap a tres meses, también disminuyeron, aunque menos que los tipos sin garantías. El tipo del EONIA swap a tres meses se situó en el 0,364% el 3 de febrero, aproximadamente 1 punto básico por debajo del valor registrado el 8 de enero. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR correspondiente experimentó un descenso marginal y se situó en 30 puntos básicos el 3 de febrero, frente a 32 puntos básicos el 8 de enero.

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

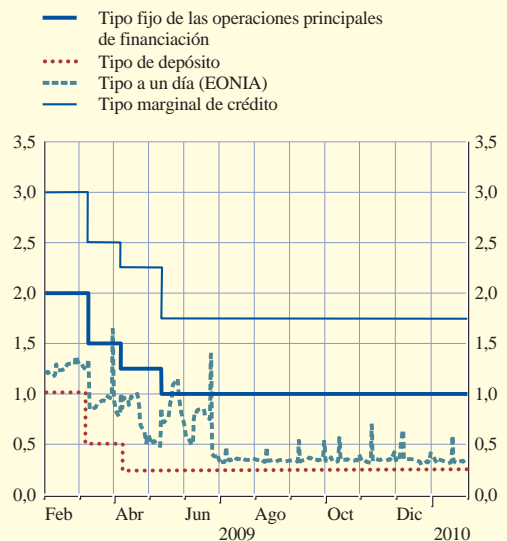
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2010 cayeron hasta situarse en el 0,7%, el 0,97%, el 1,26% y el 1,52%, respectivamente, el 3 de febrero. Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en marzo y junio (que eran 1 y 2,5 puntos básicos inferiores a los niveles del 8 de enero), descendieron menos que los implícitos en los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre (8 y 14 puntos básicos menos, respectivamente).

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en enero y principios de febrero, y se mantuvo aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 19 de enero, último día del duodécimo período de mantenimiento de 2009. Ese día, el EONIA se incrementó hasta situarse en el 0,59%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 258,9 mm de euros, con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,75%. El 3 de febrero, el EONIA se situaba en el 0,323%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 12, 19 y 26 de enero y 2 de febrero, el BCE adjudicó 60,1 mm de euros, 58 mm de euros, 63,4 mm de euros and 56,4 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó una OFPML especial con vencimiento a un mes el 19 de enero (en la que adjudicó 5,7 mm de euros), así como así como una OFPML regular a tres meses el 27 de enero (en la que adjudicó 3,3 mm de euros). Todas las operaciones se llevaron a cabo aplicando un tipo fijo del 1% y con adjudicación plena.

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez registrado en el mercado monetario de la zona del euro tras la liquidación de la última OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se incrementó hasta situarse en 153,1 mm de euros en el período comprendido entre el 20 de enero y el 3 de febrero, lo que supone un nuevo aumento con respecto a los 129,6 mm de euros del período de mantenimiento anterior, que finalizó el 19 de enero.

En enero, el Eurosistema continuó proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a través de operaciones a una semana respaldadas por activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema, así como financiación a una semana en francos suizos mediante operaciones de *swaps* de divisas. El 31 de enero, el Eurosistema dejó de realizar operaciones de liquidez en dólares estadounidenses.

Asimismo, se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 34,4 mm de euros el 3 de febrero, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó ligeramente a ambos lados del Atlántico en enero y a comienzos de febrero, debido, en parte, a que los inversores mostraron una menor tolerancia al riesgo. En la zona del euro, las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados se redujeron levemente, reflejo, principalmente, de la corrección de las distorsiones transitorias observadas anteriormente en el mercado de bonos indicados con la inflación. Aunque los diferenciales de deuda soberana entre los países de la zona del euro se ampliaron, los diferenciales de renta fija privada siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias y en todos los sectores en enero y a principios de febrero.

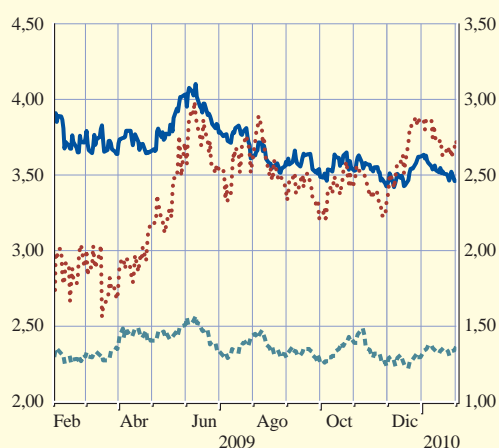
En comparación con finales de diciembre de 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó unos 15 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3,5% el 3 de febrero (véase gráfico 12). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años registró un descenso similar, situándose alrededor del 3,7% en la misma fecha. 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 mantuvo, en general, estable. La disminución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede ser resultado, en parte, de nuevos desplazamientos de fondos hacia la seguridad de la deuda pública de elevada calidad, que se reflejaron, por ejemplo, en un aumento temporal de las primas de liquidez sobre los bonos alemanes. Asimismo, el descenso simultáneo del rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años pareció ser reflejo de los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros ante la preocupación del mercado acerca del impacto que podrían tener sobre los precios de las acciones las propuestas del Gobierno de Estados Unidos de regular de manera más estricta las actividades de negociación por cuenta propia de las entidades de crédito. Los datos macroeconómicos publicados en el período considerado, que no mostraron, en general, una tendencia clara, parecen haber tenido un escaso impacto sobre el rendimiento de los bonos. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos se ha reducido ligeramente desde finales de diciembre de 2009.

Los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron generalmente en el período analizado. Este aumento fue particularmente pronunciado para Grecia, aunque la preocupación más general de los mercados respecto a la sostenibilidad de las situaciones presupuestarias influyó también notablemente en los diferenciales de deuda pública de Italia, Portugal y España. En este contexto, los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito de la deuda soberana se ampliaron también ligeramente para la mayor parte de los países de la zona del euro.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)

- Zona del euro (escala izquierda)
- Estados Unidos (escala izquierda)
- - - Japón (escala derecha)

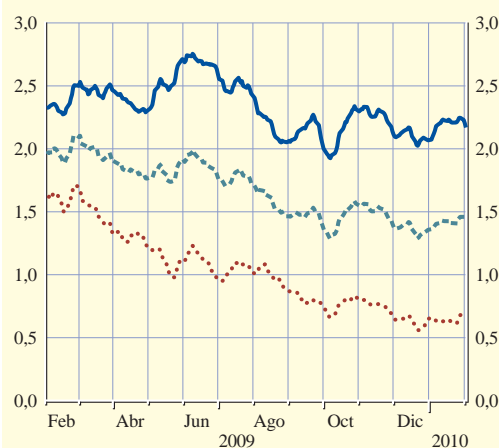


Fuentes: Bloomberg y Reuters.
Nota: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo.

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

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

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

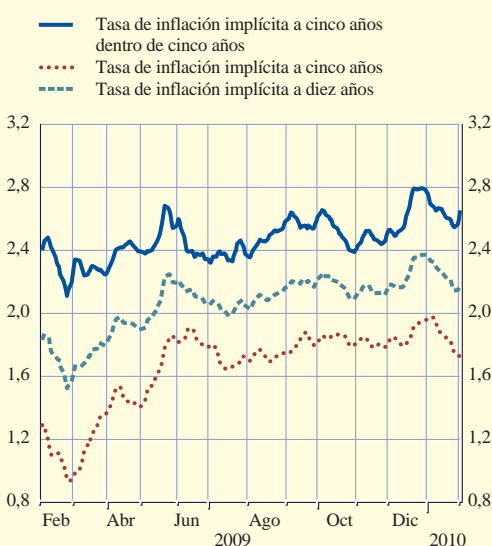
El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se elevó levemente, situándose en torno al 0,7% el 3 de febrero, y el rendimiento real de los bonos a diez años aumentó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 1,4% (véase gráfico 13). En consecuencia, el rendimiento real *forward* de los bonos a cinco años dentro de cinco años ascendió unos 10 puntos básicos, hasta el 2,2%.

Las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados disminuyeron ligeramente en la zona del euro en enero y a primeros de febrero. El 3 de febrero, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,7% y el 2,2%, respectivamente, muy por debajo de los niveles de finales de diciembre de 2009 (véase gráfico 14). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se redujo unos 15 puntos básicos, hasta el 2,7%. Los recientes descensos de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y de los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación parecen ser reflejo, principalmente, de la corrección de las distorsiones transitorias observadas anteriormente en los mercados.

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 15). En comparación con los niveles de finales de diciembre de 2009, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro registró un desplazamiento a la baja, especialmente en los plazos medios.

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

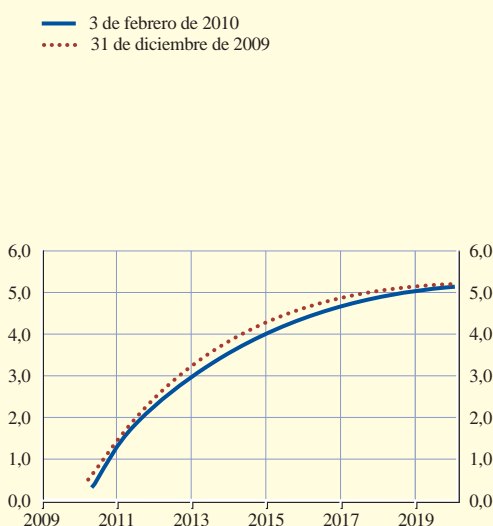
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias tanto en el sector financiero como en el no financiero. Sin embargo, como consecuencia de la menor tolerancia al riesgo por parte de los inversores y de la mayor incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, los diferenciales de los emisores con calificaciones crediticias más bajas volvieron a ampliarse ligeramente hacia finales del período examinado. En la zona del euro, los diferenciales entre los bonos garantizados y los *swaps* se mantuvieron, en general, estables, a excepción de los diferenciales de los bonos garantizados españoles, que se ampliaron ligeramente.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

La evolución de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM en diciembre de 2009 apuntó a la estabilización de estos tipos en niveles históricamente reducidos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o no experimentaron variaciones con respecto al mes anterior. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo a los hogares y las sociedades no financieras registraron un leve descenso en diciembre de 2009 y algunos tipos aplicados a las sociedades no financieras alcanzaron su nivel más bajo desde 2003. En general, esta evolución sugiere que las entidades de crédito de la zona del euro continuaron trasladando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE observada desde octubre de 2008, siguiendo en grandes líneas el patrón histórico, y que este proceso está llegando a su fin.

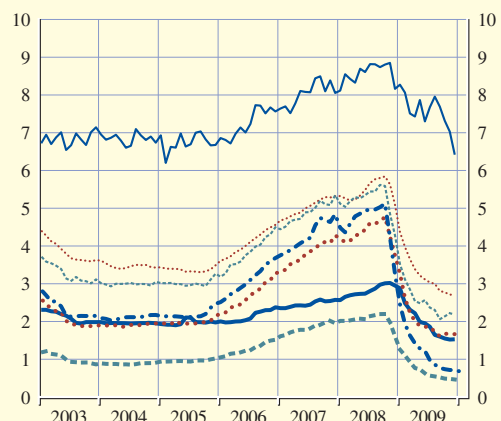
En líneas generales, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente o no registraron variaciones en diciembre de 2009 (véase gráfico 16).

En diciembre de 2009, por ejemplo, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y de los depósitos disponibles con preaviso de los hogares se mantuvieron sin cambios en el 2,7% y el 1,5%, respectivamente, los niveles más bajos observados desde 2003. Sin embargo, los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, registraron una caída de 61 puntos básicos, hasta el 6,4%. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los descubiertos en cuenta otorgados a las sociedades no financieras y los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a dichas sociedades solo descendieron ligeramente en diciembre de 2009, hasta situarse en el 4,1% y el 2,2%, respectivamente. Los tipos de interés a corto plazo aplicados

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

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

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



Fuente: BCE.

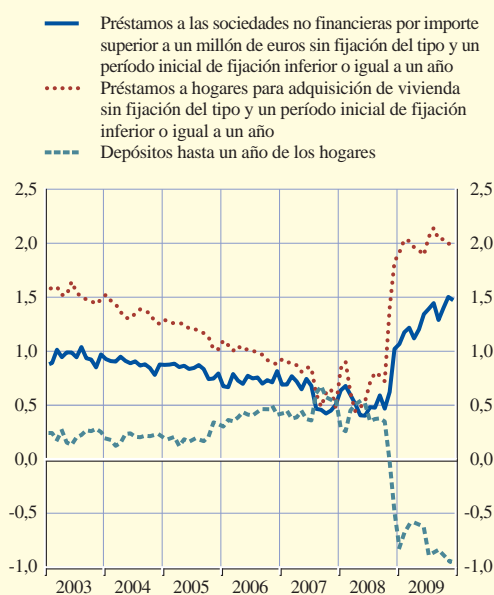
a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin cambios en torno a su mínimo histórico del 3,3%.

Dado que el EURIBOR a tres meses se redujo 1 punto básico en diciembre de 2009, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario se mantuvieron constantes para los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que disminuyeron de forma pronunciada para los préstamos a hogares para consumo y se estrecharon levemente para los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 17). En general, esta evolución sugiere que la transmisión de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE que se venía produciendo desde octubre de 2008 está llegando a su fin.

Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y diciembre de 2009, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras descendieron unos 310 y 343 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 432 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que es indicativo de una considerable transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos por las entidades de crédito. Los tipos de interés normalmente más «rígidos» aplicados a los descubiertos en cuenta y al crédito al consumo a corto plazo se han ajustado en mucha menor medida a lo largo del mismo período.

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

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



Fuente: BCE.

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

Habida cuenta de la preocupación respecto a los balances de los prestatarios y a 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.

Los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a más largo plazo concedidos a los hogares y las sociedades no financieras disminuyeron ligeramente en diciembre de 2009, pese a observarse un aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en el mismo período (véase gráfico 18). Los tipos aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años experimentaron un leve descenso, de 4 puntos básicos, hasta el 4,4%. Los tipos aplicados a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años bajaron 15 puntos básicos, hasta el 3,9%. Los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a las socie-

dades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años disminuyeron 22 puntos básicos, hasta el 3,6%. Los tipos aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras se sitúan en su nivel más bajo desde 2003.

En un horizonte más dilatado, entre septiembre de 2008 y diciembre de 2009, las entidades de crédito de la zona del euro ajustaron los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras más o menos en línea con el descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda no se han reducido tanto en el período considerado, reflejo, con toda probabilidad, de una transmisión incompleta y más lenta (en ausencia de otras fuentes de financiación para los hogares) y también de la inquietud respecto al riesgo de crédito y al valor de las garantías hipotecarias.

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. Estos diferenciales se estrecharon, desde cerca del 4% al 3,5%, en el primer semestre de 2009 y se estabilizaron en el cuarto trimestre del año, lo que tiende a confirmar que la rentabilidad de las entidades de crédito mejoró en la última parte de 2009.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

La tendencia al alza de los precios de las acciones se interrumpió en enero y a comienzos de febrero. En efecto, los índices bursátiles amplios de la zona del euro y de Estados Unidos registraron algunas pérdidas. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable creció notablemente a ambos lados del Atlántico. En general, la nueva regulación bancaria propuesta por Estados Unidos pareció ejercer ciertas presiones a la baja sobre los precios de las acciones a escala internacional. En la zona del euro, la preocupación de los mercados respecto a las situaciones presupuestarias de algunos países pesó también sobre los precios de las acciones. El crecimiento de los beneficios por acción esperado en la zona del euro en los próximos doce meses mejoró ligeramente en enero.

En enero y a comienzos de febrero se interrumpió la tendencia al alza que venían mostrando los precios de las acciones desde marzo de 2009. En la primera mitad de enero, el sector financiero registró resultados algo mejores que los del sector no financiero, aunque estas ganancias se vieron ampliamente contrarrestadas por las pérdidas sufridas en la segunda mitad del mes. Las pronunciadas caídas que los precios de las acciones de las entidades de crédito experimentaron en este período podrían atribuirse, en parte, a la nueva regulación bancaria propuesta por el Gobierno de Estados Unidos. Sin embargo, el clima de los mercados fue generalmente negativo e influyó en las acciones de casi todos los sectores económicos a ambos lados del Atlántico. Entre finales de diciembre de 2009 y el 3 de febrero de 2010, las cotizaciones

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

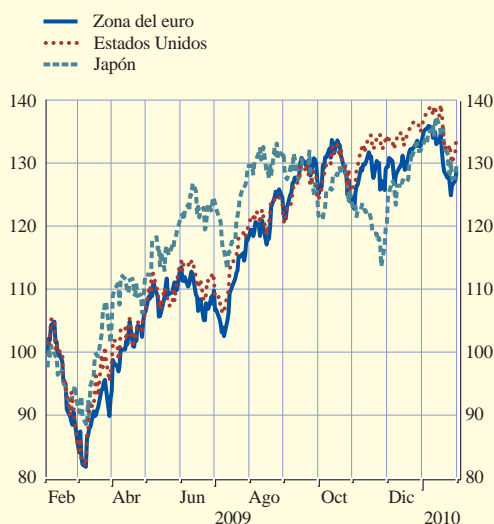
(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

Gráfico 19 Índices bursátiles

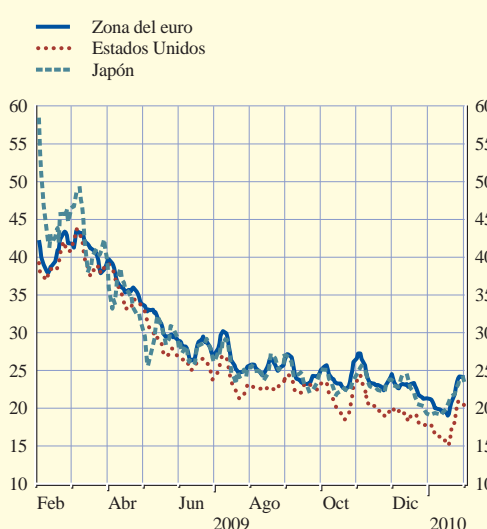
(índice: 1 de febrero de 2009 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



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

bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, perdieron un 3,7% y un 1,6%, respectivamente, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron en torno a un 1,3% (véase gráfico 19). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, aumentó considerablemente en los principales mercados (véase gráfico 20). Sin embargo, la volatilidad esperada en horizontes temporales de un año y dos años solo creció modestamente, lo que sugiere que los participantes en el mercado perciben que el reciente episodio de volatilidad será transitorio.

Recuadro 2

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

Las cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2009, publicadas el 28 de enero de 2010, ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, 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 contexto de moderado crecimiento de la economía de la zona del euro en el tercer trimestre de 2009, la reducción interanual de la renta bruta disponible nominal de la zona en su conjunto se des-

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

aceleró, desde el -3,7%, registrado en el trimestre anterior, hasta el -2,3%. La renta de las sociedades no financieras volvió a tener un crecimiento positivo, tras el retroceso observado en el trimestre previo. El crecimiento de la renta de los hogares descendió nuevamente, como consecuencia, sobre todo, de la reducción adicional registrada en la remuneración de los asalariados. La renta disponible de las Administraciones Públicas disminuyó, en tasa interanual, aunque a un ritmo más lento. La renta disponible de las instituciones financieras cayó de forma acusada (véase gráfico A).

El ahorro bruto de la zona del euro se recuperó en el tercer trimestre de 2009, debido principalmente al incremento del ahorro de las sociedades no financieras. El fuerte descenso interanual, del 16,3%, observado en el ahorro de la zona en el segundo trimestre de 2009 se moderó, hasta situarse en el -10,5%. La formación bruta de capital también se contrajo con menor intensidad, a una tasa de crecimiento interanual del -12% (frente al -13,5% observado en el segundo trimestre), debido a que el descenso de los gastos de capital en el sector privado no financiero se desaceleró, mientras que el crecimiento interanual de la inversión pública se redujo, aunque mantuvo su solidez.

Como consecuencia de la marcada inflexión del ahorro, unida a una reducción menos acusada de la formación de capital, el saldo exterior siguió mejorando. Este resultado también fue reflejo de la caída de las rentas de la propiedad netas pagadas al resto del mundo y de mejoras adicionales en el saldo comercial. Así pues, la capacidad/necesidad de financiación² de la zona del euro se recuperó en el tercer trimestre, registrándose un déficit del 1,1% del PIB (frente a un déficit del 1,4% en el segundo trimestre), en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres. Desde un punto de vista sectorial, esta tendencia es atribuible a la fuerte reducción de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras y al continuo crecimiento de la capacidad de financiación de los hogares, que juntos, compensaron el nuevo incremento de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas y la pronunciada disminución de la capacidad de financiación de las sociedades financieras (véase gráfico B).

2 La necesidad /capacidad 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.

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

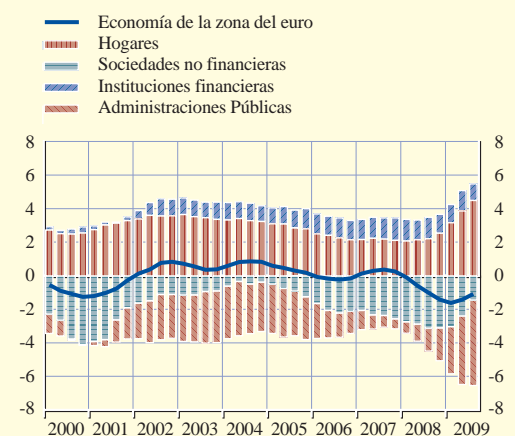
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

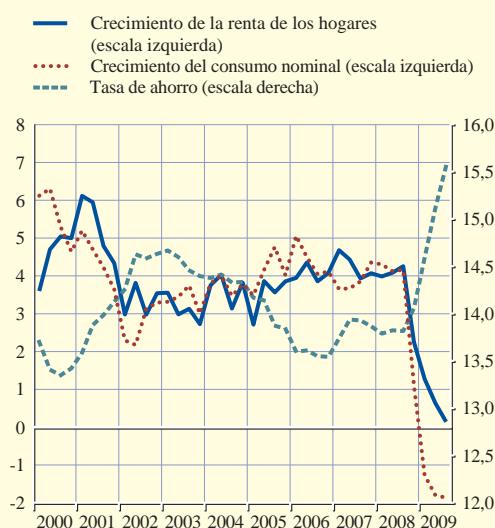
Desde una perspectiva de las cuentas financieras, la reducción de la necesidad de financiación en la zona del euro refleja el aumento de las salidas netas de efectivo y depósitos y el descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, que superaron el incremento de las entradas netas de acciones y otras participaciones. En términos brutos, las secuelas de la crisis financiera internacional continuaron frenando las operaciones transfronterizas de muchos tipos de instrumentos financieros (salvo las de valores distintos de acciones, sobre todo de deuda pública, donde se siguieron observando compras elevadas por parte de no residentes). Muy en particular, los flujos de depósitos interbancarios entre IFM de la zona del euro y entidades no residentes siguieron siendo negativos por cuarto trimestre consecutivo, al continuar la repatriación de fondos.

Evolución de los sectores institucionales

En el tercer trimestre de 2009, la renta nominal de los *hogares* volvió a desacelerarse, aunque en menor medida que en el trimestre anterior, y siguió registrando una tasa de crecimiento interanual positiva. La caída de la remuneración de los asalariados, de la renta de los trabajadores autónomos y de las rentas de la propiedad netas continuaron viéndose compensadas parcialmente por las importantes transferencias sociales netas recibidas y por la reducción de los impuestos pagados. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la renta real disponible, que siguió siendo respaldado por la favorable dinámica interanual de desinflación, fue del +1%, en el tercer trimestre de 2009. No obstante, se mantuvo el descenso del consumo real de los hogares, iniciado a mediados de 2008, en un entorno de empeoramiento de las perspectivas de empleo, de continua debilidad del mercado de la vivienda y de acumulación de pérdidas de valor de las acciones (a pesar de que se recuperaron en torno a un tercio de las pérdidas acumuladas entre el máximo y el mínimo alcanzado). Como consecuencia, el ahorro de los hogares se aceleró, situándose la tasa de ahorro en un nuevo máximo del 15,5% (véase gráfico C). Este hecho, unido a las caídas adicionales de la inversión no financiera de los hogares (aunque menos pronunciadas que en el pasado), dio lugar a un incremento de la inversión financiera y al mantenimiento de un crecimiento moderado de los préstamos. En lo que respecta a la estructura de las carteras, se confirmó el retorno a condiciones más normales, al recuperarse los mercados de activos y reducirse aún más las preferencias de liquidez: las compras de acciones y participaciones en fondos del mercado no monetario aumentaron y las adquisiciones de reservas técnicas de seguros ascendieron de nuevo, mientras que las compras de M3 y de sustitutivos próximos se redujo (véase gráfico D).

Gráfico C Crecimiento de la renta y del consumo de los hogares, y tasa de ahorro

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Como consecuencia de la recuperación de la producción y del continuo recorte de costes, el excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* repuntó considerablemente en el tercer trimestre —registrando el mayor incremento interanual de su historia— y su descenso interanual se redujo a la mitad. Además, las sociedades no financieras continuaron beneficiándose de los menores impuestos e intereses netos pagados y de los menores dividendos netos distribuidos, lo que contribuyó a generar una pronunciada recuperación del ahorro

En lo que respecta a la estructura de las carteras, se confirmó el retorno a condiciones más normales, al recuperarse los mercados de activos y reducirse aún más las preferencias de liquidez: las compras de acciones y participaciones en fondos del mercado no monetario aumentaron y las adquisiciones de reservas técnicas de seguros ascendieron de nuevo, mientras que las compras de M3 y de sustitutivos próximos se redujo (véase gráfico D).

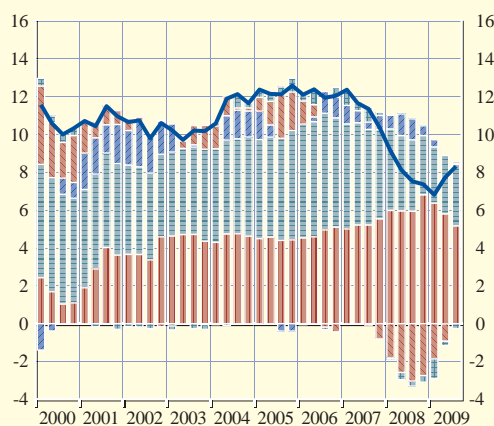
(renta disponible), que registró un importante incremento también en términos interanuales. En este contexto de estabilización de la demanda mundial (aunque con niveles reducidos de utilización de la capacidad productiva) y de relajación de las condiciones de financiación externa, la reducción de la formación de capital fijo se moderó en el tercer trimestre (del -17,1%, en tasa interanual, al -13,7%). También se desaceleró la fuerte desacumulación de existencias. Como el acusado repunte del ahorro superó con creces la recuperación de la inversión en capital, la posición deudora neta de las sociedades no financieras mejoró marcadamente, convirtiéndose incluso en una posición acreedora, si se considera solamente el tercer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió disminuyendo, y su composición cambió debido a los pronunciados efectos de sustitución, puesto que la financiación obtenida en los mercados superó con creces a la financiación recibida de las IFM (véase gráfico E). El flujo neto de financiación mediante préstamos se desaceleró de forma acusada hasta pasar a convertirse en amortizaciones netas, principalmente de préstamos a corto plazo. Las empresas fomentaron más aún la emisión de valores, en un entorno de reducción de los diferenciales. La financiación inter-empresas (mediante la concesión de préstamos o de créditos comerciales), aunque se desaceleraron de nuevo, siguieron resistiendo, si se comparan con el crecimiento del PIB nominal, lo que sugiere cierto papel amortiguador del impacto adverso de las restrictivas condiciones de financiación bancaria. La tendencia a la reducción de las compras de acciones cotizadas se detuvo, y las reservas de liquidez aumentaron de forma generalizada (pese a las continuas ventas de valores distintos de acciones).

El deterioro adicional de las cuentas de las *Administraciones Públicas*, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, refleja en gran medida el impacto de los estabilizadores automáticos, pero también las

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

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

- Activos totales
- Efectivo y depósitos
- Reservas técnicas de seguro
- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones
- Otros

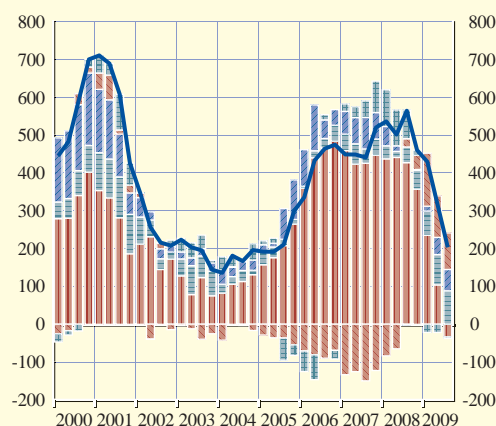


Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

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



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).

considerables medidas de estímulo adoptadas. Si bien se registraron déficits muy abultados, se produjo una cierta estabilización en términos interanuales, pues el rápido crecimiento del gasto en prestaciones sociales se desaceleró y la reducción de los impuestos y de las cotizaciones sociales recibidos se moderó. La emisión de deuda, aunque siguió siendo elevada, no fue tan alta como en los tres trimestres anteriores (debido en parte a factores estacionales), pues los Tesoros Públicos redujeron sus activos líquidos en el tercer trimestre y limitaron las compras de activos financieros llevadas a cabo en el contexto de los rescates financieros. Las importantes emisiones de valores distintos de acciones continuaron siendo absorbidas principalmente por las compras de las IFM, que trataban de efectuar inversiones seguras y de aprovecharse de las beneficiosas estrategias de «carry trade», junto con las compras realizadas por no residentes.

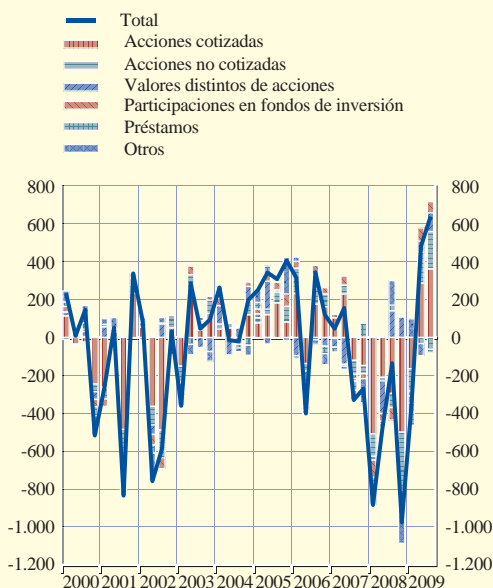
La renta disponible de las *instituciones financieras* cayó de forma pronunciada, pues la reducción de los intereses netos obtenidos superó el sólido crecimiento del excedente bruto de explotación (que reflejó el aumento de los márgenes bancarios y la caída de la remuneración de los asalariados) y el impacto positivo de los recortes en los dividendos netos ocurridos anteriormente desapareció. Al mismo tiempo, las sociedades financieras se beneficiaron de las sustanciales ganancias por tenencias de acciones y de valores distintos de acciones en los últimos trimestres. Las ganancias derivadas de la deuda pública compensaron las importantes minusvalías en que se había incurrido inicialmente debido a los «activos tóxicos» (véase gráfico F)³. Pese a las presiones existentes para el desapalancamiento, los flujos de entrada en el balance de las instituciones financieras siguieron siendo positivos, aunque de forma moderada. Alcanzaron una media de 200 mm de euros por trimestre desde finales de 2008, si se excluyen las operaciones interbancarias, frente al billón de euros por trimestre registrado durante el período de auge del apalancamiento anterior. Sin embargo, el paso a activos más seguros continuó mediante la adquisición de deuda pública a gran escala, la reducción de las exposiciones transfronterizas y los límites a la originación de préstamos. Este papel reforzado de los instrumentos de mercado en los activos de las instituciones financieras podría formar parte de un patrón de desintermediación más general en los distintos sectores, al adaptar los agentes económicos su comportamiento relativo a la obtención de financiación y a la composición de sus carteras a raíz de las turbulencias financieras.

Mercados financieros

En el tercer trimestre de 2009, los Gobiernos siguieron siendo los principales emisores de valores distintos de acciones, en términos netos. Las sociedades no financieras continuaron obteniendo una financiación elevada en este mercado mediante la emisión y la venta de valores distintos de acciones

Gráfico F Otros flujos económicos en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Otros flujos económicos se refieren principalmente a las ganancias obtenidas y a las pérdidas incurridas.

3 En el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, conviene observar que el deterioro del valor solo 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.

mantenidos. Las IFM fueron importantes compradores, en términos netos, de valores distintos de acciones (sobre todo, de deuda pública), mientras que su actividad emisora siguió siendo moderada. Se observó una desaceleración de la actividad emisora de los otros intermediarios financieros, aunque se mantuvo en niveles elevados, sobre todo a través de valores comprados directamente por las IFM patrocinadoras. El resto del mundo redujo sus considerables compras netas, mientras que las adquisiciones por parte de los hogares y de los inversores institucionales se aceleraron.

Por lo que se refiere al mercado de fondos de inversión, la emisión neta de participaciones en fondos de inversión no monetarios se aceleró debido a la mayor preferencia de los hogares por activos de más riesgo y a más largo plazo.

En cuanto al mercado de acciones cotizadas, la emisión neta siguió siendo intensa, en el contexto de las mayores necesidades de capital de las IFM y del paso de las sociedades no financieras a la financiación no bancaria. Las sociedades no financieras continuaron comprando, pues las restricciones de liquidez eran menos vinculantes. Los fondos de inversión (incluidos en el sector de otros intermediarios financieros) pasaron a ser destacados compradores, mientras que las IFM reanudaron las ventas.

En el mercado de préstamos, las sociedades no financieras amortizaron de forma intensa, en concreto en el segmento a corto plazo, y sustituyeron los préstamos por otros tipos de pasivos, mientras que el endeudamiento de los hogares mantuvo su moderación en un contexto de reducción del gasto.

Evolución de los balances

La sólida recuperación de los mercados mundiales de renta variable atenuó el impacto negativo de caídas anteriores sobre la riqueza financiera neta de los hogares, limitando las pérdidas acumuladas en los cuatro trimestres transcurridos hasta el tercer trimestre de 2009 (aunque las pérdidas acumuladas desde el máximo alcanzado a mediados de 2007 siguieron siendo considerables). Del mismo modo, la relación entre el capital y los activos de las instituciones financieras, valorada a valor de mercado, continuó recuperándose desde los bajos niveles en que se situaba en marzo de 2009, como consecuencia del aumento del precio de las acciones de las instituciones financieras y, en menor medida, de las nuevas emisiones de acciones.

Para las empresas cotizadas de la zona del euro, el crecimiento de los beneficios efectivos por acción siguió siendo reducido en enero de 2010. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron un 31%, aunque ello supuso una mejora en relación con el mes de diciembre de 2009. Se observó una mejora menos significativa del crecimiento esperado de los beneficios por acción en los próximos doce meses, que se elevó al 31%, desde el 30% de diciembre. Los beneficios esperados por acción han venido experimentando una mejora sostenida desde el inicio del tercer trimestre de 2009.

Los descensos relativamente más acusados de los precios de las acciones de la zona del euro en comparación con los de otros mercados importantes parecieron estar relacionados, al menos en parte, con la mayor inquietud de los mercados acerca de la sostenibilidad de las situaciones presupuestarias de algunos países de la zona del euro. En particular, los mercados de renta variable de países que habían registrado aumentos más pronunciados de los diferenciales de riesgo de la deuda soberana también sufrieron, en general, pérdidas más abultadas que otros mercados bursátiles nacionales de la zona del euro. En líneas generales, el período analizado se caracterizó por la publicación de datos macroeconómicos sin tendencia clara, por lo que es improbable que el descenso de los precios de las acciones refleje un marcado ajuste a la baja de las perspectivas de los inversores respecto al crecimiento de las principales economías.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se elevó ligeramente en enero de 2010, hasta el 1%, desde el 0,9% de diciembre de 2009. De cara al futuro, se estima que se situará en un nivel próximo al 1% a comienzos de 2010 y que se mantendrá a medio plazo en una senda moderada, al esperarse una lenta recuperación 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 se situó en el 1% en enero de 2010, frente al 0,9% de diciembre de 2009 (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de enero, se sabe que el resultado de ese mes no se vio afectado por efectos de base significativos.

En diciembre de 2009, el último mes para el que se dispone del detalle del IAPC, el índice se elevó al 0,9%, desde el 0,5% de noviembre, como resultado, en gran medida, de efectos de base de los precios de la energía. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético se tornó positiva, al pasar del -2,4% de noviembre al 1,8% de diciembre. Este fuerte aumento refleja, fundamentalmente, un acusado efecto de base al alza de los precios del petróleo del año anterior. Sin embargo, en términos intermensuales, la inflación en los precios de la energía disminuyó en diciembre, como consecuencia de la evolución de los precios de los productos derivados del petróleo utilizados para calefacción y transporte.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro descendió al -1,6% en diciembre, desde el -1,3% de noviembre. Los precios de todos los subcomponentes de los alimentos no elaborados registraron una tasa de variación interanual negativa. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados registró un aumento del 0,7% en diciembre, frente al incremento del 0,5% del mes anterior.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,1%, en diciembre, reflejo de una

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)								
	2008	2009	2009 Ago	2009 Sep	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0
Energía	10,3	-8,1	-10,2	-11,0	-8,5	-2,4	1,8	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,6	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,6	0,5	0,3	0,5	0,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	.
Servicios	2,6	2,0	1,8	1,8	1,8	1,6	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-7,5	-7,6	-6,6	-4,4	-2,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	51,1	46,9	49,8	52,1	51,6	54,0
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-16,5	-17,1	-7,3	-0,9	19,0	27,1

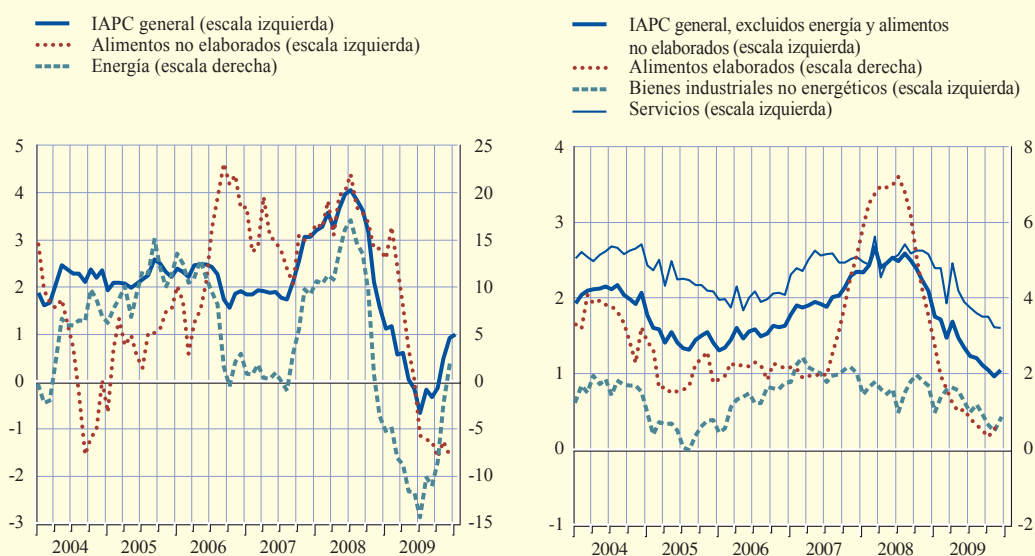
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

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

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

ligera elevación 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 aumentó ligeramente, en 0,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,4% en diciembre. La evolución de la tasa de variación interanual de este componente estuvo determinada, principalmente, por los precios de los artículos de vestir y el calzado y, en menor medida, por los precios de los automóviles. La inflación en los precios de los servicios se mantuvo sin cambios en el 1,6% en diciembre. La evolución moderada de los precios de las partidas relacionadas con los viajes de ocio (vacaciones organizadas, transporte aéreo, restaurantes y alojamiento) siguió frenando la inflación en los precios de los servicios.

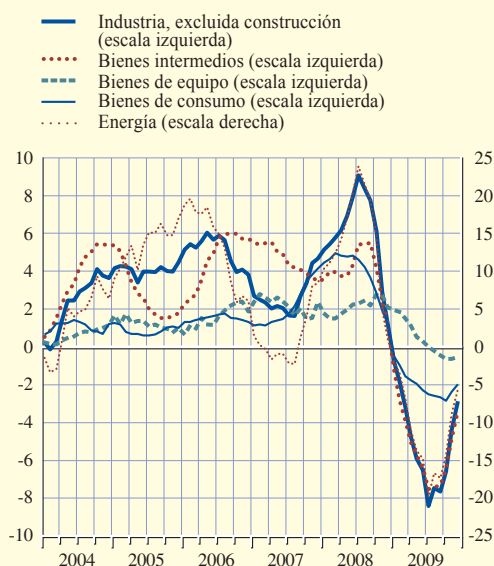
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, aumentó en diciembre, hasta el -2,9%, desde el -4,4% de noviembre. Este incremento, que se observó de forma generalizada en todos los componentes, fue particularmente pronunciado en los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como resultado, en buena medida, de fuertes efectos de base positivos.

En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo se elevó en diciembre, hasta el -2%, desde el -2,4% del mes anterior. La información procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas confirma la moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios volvió a subir en enero, situándose en ambos sectores por encima de 50 (un valor superior a 50 señala un aumento de los precios y un valor inferior a 50 indica un descenso de los mismos). El índice de precios

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

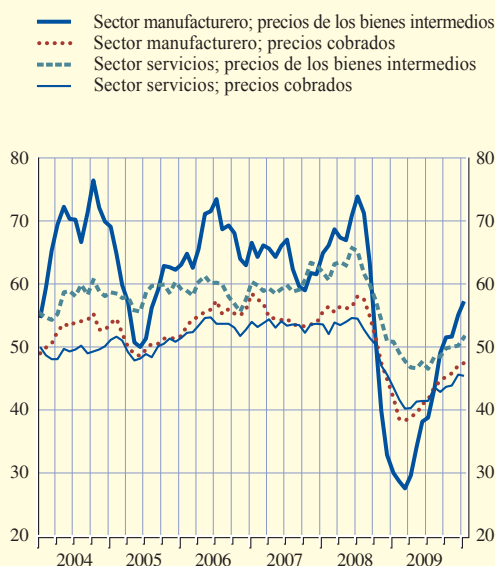
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

cobrados en el sector de manufacturas aumentó ligeramente en enero, aunque se mantuvo por debajo de 50. El indicador de precios cobrados en el sector servicios registró un leve descenso. Los niveles de los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios indican que los precios siguen bajando, y que registran una tasa de variación generalmente similar a la de diciembre de 2009.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Desde la publicación del anterior Boletín Mensual han aparecido escasos datos nuevos sobre costes laborales. El crecimiento de los costes laborales, que alcanzó su cota máxima a finales de 2008, siguió disminuyendo en el tercer trimestre de 2009. Este descenso fue reflejo del menor crecimiento de los salarios por hora

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

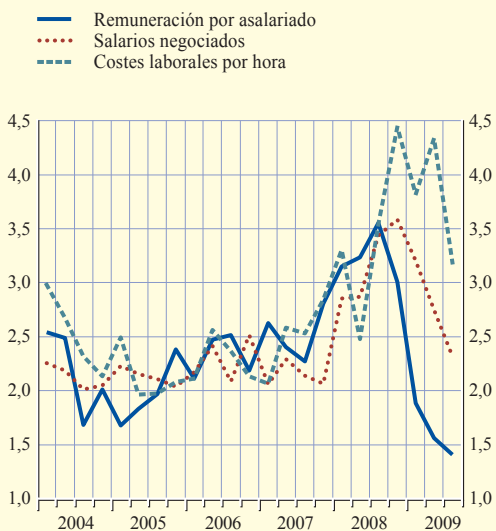
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

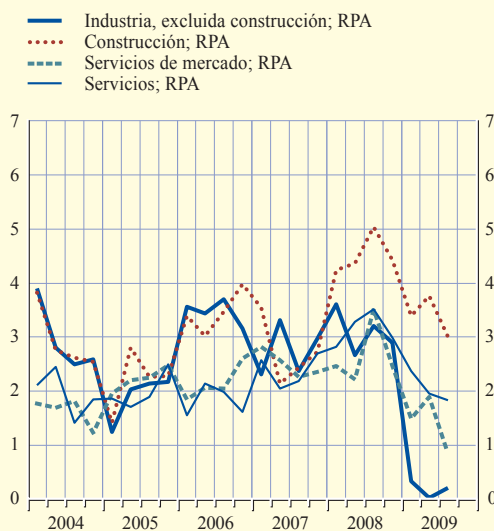
y de la reducción del número de horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas diferencias en el comportamiento de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 24 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro disminuyó, desde el 2,7% del segundo trimestre de 2009, hasta el 2,3% del tercer trimestre. Este notable descenso fue reflejo, probablemente, de la fuerte desaceleración de la actividad económica, del persistente aumento del desempleo y de la pronunciada caída de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan los aumentos salariales acordados 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 se mantuvo, en general, estable en el cuarto trimestre de 2009.

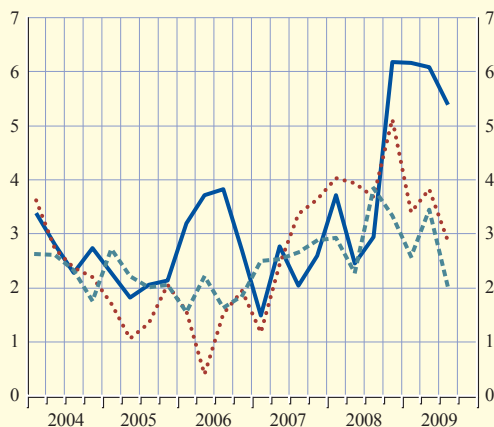
La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir, hasta el 1,4%, en el tercer trimestre de 2009, desde el 1,6% del trimestre anterior. La nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual de este indicador fue resultado del menor crecimiento de los salarios por hora, de la reducción de las horas trabajadas y de recortes en los elementos flexibles de las remuneraciones. Por sectores, se observa que la desaceleración estuvo determinada, principalmente, por el componente de servicios de mercado (véase gráfico 25).

Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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



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

En consonancia con la reciente desaceleración del crecimiento de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado, los costes laborales por hora disminuyeron también en el tercer trimestre de 2009, hasta el 3,2%, desde el 4,3% del segundo trimestre. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de este indicador es todavía alta, en comparación con recesiones anteriores y con otros indicadores de costes laborales. Parece que el crecimiento persistentemente elevado de los costes laborales por hora sigue siendo impulsado por el hecho de que la reducción de las horas trabajadas (como resultado de distintas medidas adoptadas en varios países) no genera un descenso proporcional de las remuneraciones por asalariado. Debido a que el sector industrial es el que se ha visto más afectado por la reducción de las horas trabajadas, la tasa más alta de crecimiento interanual de los costes laborales por hora, que alcanzó el 5,4%, se registró en este sector en el tercer trimestre de 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado volvió a experimentar un fuerte descenso en el tercer trimestre de 2009, con una caída del 2%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior (véase cuadro 5). Sin embargo, este descenso fue menor que la contracción del 3,1% observada en el segundo trimestre. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se redujo, hasta el 3,5%, en el tercer trimestre. Considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios desde el inicio de la UEM se ha situado en torno al 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Tal y como se describe con más detalle en el recuadro 3, en el primer semestre de 2009 los precios de los inmuebles residenciales cayeron en la zona del euro, en términos nominales y reales, después de la moderación del crecimiento observada tras alcanzar su nivel máximo en 2005.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales cayeron en el primer semestre de 2009, después del crecimiento moderado que siguió al considerable incremento de los precios observado en el período transcurrido hasta 2005. En este recuadro se examina la evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro, se analizan algunos factores de oferta y demanda de vivienda y se evalúan las perspectivas de los precios de la vivienda¹.

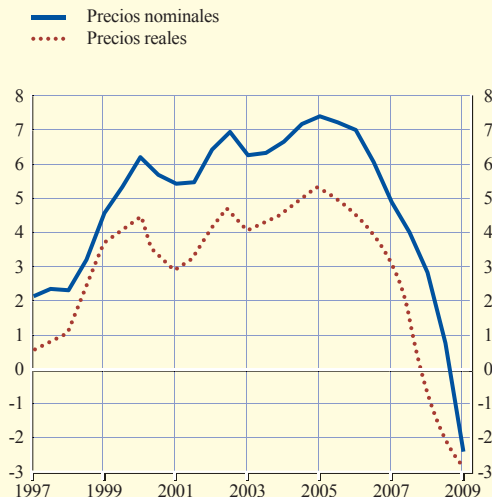
Según los últimos datos disponibles², en el primer semestre de 2009 los precios de la vivienda cayeron a una tasa interanual del 2,4%, en términos nominales, y del 3%, en términos reales, es decir, deflactada por el IAPC (véase gráfico A). Esta contracción —la primera registrada desde 1982— siguió a un período de crecimiento más lento que se inició tras los fuertes incrementos de precios observados entre 1999 y 2005 (cuando la subida media interanual fue del 6,4%; véase cuadro). Durante el período 1999-2008, el aumento acumulado de los precios de la vivienda, en términos nominales, superó el 60%.

1 Para un análisis detallado de la oferta y la demanda de vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual del BCE de febrero de 2006.

2 Cabe señalar que existe un elevado grado de incertidumbre en relación con los datos utilizados para analizar la evolución de los precios de la vivienda. Esta incertidumbre se deriva, en particular, de temas relacionados con su cobertura, el control de calidad y su representatividad.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

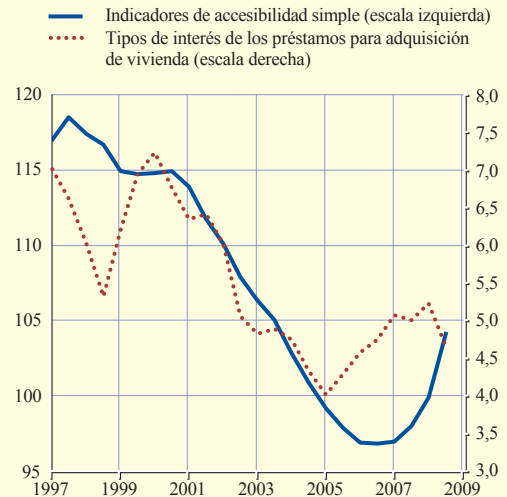
(tasas de variación interanual; datos semestrales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.
 Notas: El crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, en términos reales, se obtiene de restar la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales, en términos nominales. El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que incluyen más del 90% del PIB de la zona del euro para el periodo completo.

Gráfico B Indicador de accesibilidad simple y condiciones de concesión de préstamos

(índice: 2005 = 100; porcentaje anual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Notas: El indicador de accesibilidad simple se define como la ratio de la renta nominal disponible de los hogares en relación con el índice nominal de precios de la vivienda. Los tipos de interés de los préstamos se calculan como el tipo aplicable a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con periodo inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años.

Los precios de los inmuebles residenciales disminuyeron, en tasa interanual, en el primer semestre de 2009 en la mayoría de los países de la zona del euro. Las caídas más acusadas se observaron en Irlanda, España, Francia, Malta y Eslovenia. En general, los países que registraron las correcciones más pronunciadas fueron aquellos que experimentaron las mayores subidas de los precios de la vivienda en el período transcurrido hasta 2005. Los datos de países disponibles para el tercer trimestre de 2009 apuntan a una nueva contracción de los precios de los inmuebles residenciales.

La pérdida de impulso observada en los precios de la vivienda en la zona del euro ha estado asociada con una evolución moderada tanto de la oferta como de la demanda de viviendas en la zona. Un determinante de la vivienda es la accesibilidad, que puede analizarse con un indicador muy utilizado, denominado «indicador de accesibilidad simple o estrecho», que se define como la ratio de la renta nominal disponible de los hogares en relación con el índice nominal de precios de la vivienda. Este indicador, que ha caído desde finales de 2001, dado que el crecimiento de la renta no mantuvo el ritmo de las subidas de los precios de la vivienda, comenzó a aumentar a finales de 2007, sobre todo a consecuencia de una menor inflación de estos precios, y continuó su trayectoria al alza en el primer semestre de 2009, lo que indica una mejora de la accesibilidad (véase gráfico B). Las condiciones para la obtención de crédito también mejoraron en el primer semestre de 2009, con un descenso de los tipos de interés nominales aplicados a los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda. Según la última encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, en el último trimestre de 2009 el porcentaje neto de los bancos que informaron de un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito a hogares para adquisición de vivienda siguió disminuyendo (un 3%, en comparación con el 28% del primer trimestre de 2009).

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (%)	1999-2005 Variación interanual media	2006	2007	2008	2008		2009	2009			
						Primer semestre	Segundo semestre	Primer semestre	I	II	III	IV
Bélgica ¹⁾	3,7	7,5	11,8	9,3	4,8	5,8	3,9	-0,6	1,0	-2,2	-1,5	..
Alemania ²⁾	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	10,4	-9,8	-11,1	-12,9	..
Grecia ²⁾	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	-	..	..	..	..
España ²⁾	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	-7,6	-6,8	-8,3	-8,0	-6,3
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	1,2	3,7	-1,1	-8,1	-6,9	-9,3	-8,0	..
Italia ²⁾	17,1	6,9	5,8	5,0	4,2	4,5	4,0	3,1	..	..	..	..
Chipre ^{2),3)}	0,2	-	10,0	15,0	..	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	10,8	10,1	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-7,9	-9,9	-6,0	-2,5	..
Países Bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	-1,5	-0,3	-2,8	-5,1	..
Austria ^{2),4)}	3,0	0,7	4,0	4,1	1,3	1,0	1,6	4,6	4,3	4,9	-	..
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	1,5	2,7	0,3	-0,8	..
Eslovenia ¹⁾	0,4	-	17,6	22,6	3,1	5,8	0,5	-8,4	-7,0	-9,8	-10,9	..
Eslovaquia ¹⁾	0,6	-	16,8	23,9	..	32,8	..	..	..	..	..	..
Finlandia ¹⁾	2,0	..	6,4	5,5	0,6	3,0	-1,8	-4,5	-5,6	-3,5	0,2	..
Zona del euro	100,0	6,4	6,5	4,4	1,8	2,8	0,8	-2,4	..	..	..	..

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2007.

1) Viviendas existentes (casas y apartamentos); total del país

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos nuevos y existentes); total del país

3) El Bank of Cyprus estima el índice de precios de los inmuebles utilizando datos sobre la valoración de los inmuebles recibidos de varias IFM, así como otros indicadores relevantes del mercado de la vivienda.

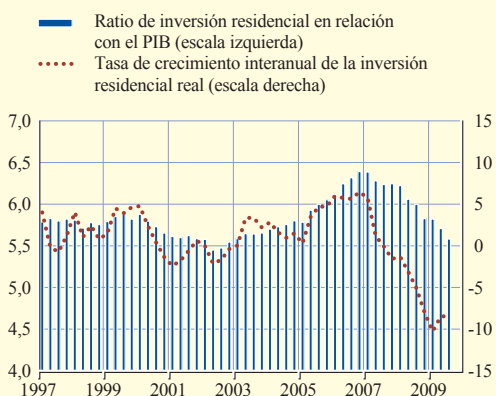
4) Hasta el 2000, datos solo para Viena.

En línea con esta evolución, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda de la zona del euro se ha estabilizado recientemente, pero en un nivel considerablemente más bajo (1,5% en diciembre de 2009) que el máximo, superior al 12%, alcanzado a mediados de 2006. En resumen, la evolución de la renta y del crédito sugiere que la demanda de vivienda en la zona del euro mantendrá su moderación en los próximos meses, pese a ciertas señales transitorias de estabilización.

En un entorno de moderación de la demanda de vivienda y de precios más bajos, también se han observado indicios de que la oferta de vivienda en la zona del euro está disminuyendo con rapidez. La inversión residencial real en la zona ha venido reduciéndose desde mediados de 2007, y la tasa de crecimiento interanual ha caído ininterrumpidamente, desde un máximo del 6,5%, en el último trimestre de 2006, a una contracción del 8,3%, en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico C). Ello ha contribuido asimismo a que se haya producido un descenso en el porcentaje de recursos económicos dedicados a la construcción de viviendas, como lo ilustra el hecho de que la ratio de

Gráfico C Inversión residencial en la zona del euro

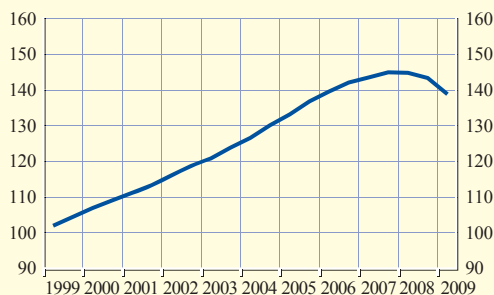
(en porcentaje del PIB; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico D Índice de precios de la vivienda en relación con la renta en la zona del euro

(índice: 1996 = 100; datos semestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

tiempo más. Ello es acorde también con los indicios procedentes del enfoque de valoración de activos aplicados a la vivienda. Según este enfoque, la ratio del índice de precios de la vivienda de la zona del euro en relación con el componente de renta del índice armonizado de precios de consumo sigue siendo algo elevada (véase gráfico D). Este enfoque también respalda la expectativa de una nueva corrección de los precios de la vivienda.

inversión en vivienda en relación con el PIB, en términos nominales en ambos casos, haya caído. El número de licencias de obras concedidas, que suele utilizarse de indicador adelantado de la inversión residencial, sugiere que esta debilidad persistirá en los próximos meses, pues este número ha continuado cayendo de forma acusada, descendiendo a una tasa interanual anual próxima al 25% en el tercer trimestre de 2009.

En el contexto de la reciente contracción de la actividad y del empleo, la evolución de la oferta y la demanda de vivienda indica que, probablemente, los precios de la vivienda de la zona del euro sigan moderándose durante algún

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

A corto plazo, los efectos de base al alza, nada despreciables, derivados de las variaciones de los precios de los alimentos y de la energía configuran la evolución de la inflación interanual medida por el IAPC. Sin embargo, se espera que en 2010 los efectos de base contribuyan a la evolución de la inflación en menor medida que en 2009 (para más detalles, véase el recuadro 3 del Boletín Mensual de enero de 2010). Al mismo tiempo, se espera que las variables fundamentales de la economía, como una reducida demanda de consumo y un menor crecimiento de los costes laborales, influyan en la evolución del IAPC. Se estima que la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un nivel próximo al 1% a comienzos de 2010. De cara al futuro, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, se estima que la evolución general de los precios y los costes se mantendrá en una senda moderada, ante la debilidad de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Tal y como se indica en el recuadro 4, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE), muestra que, en comparación con la encuesta anterior, las perspectivas de inflación para 2010 y 2011 no han variado de forma significativa y se mantienen dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2009. Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) permanecen estables en el 1,9%.

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 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2010

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 20 de enero de 2010 y respecto de la cual se recibieron 61 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 2010 y 2011

En comparación con la encuesta anterior, los participantes en la EPE no han modificado sustancialmente sus expectativas de inflación, que sitúan en el 1,3% para 2010 y el 1,5% para 2011, lo que supone un aumento de 0,1 puntos porcentuales y una reducción de 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con los resultados del cuarto trimestre de 2009 (véase cuadro)². Muchos encuestados estiman que la infrautilización de la capacidad productiva ejercerá presiones a la baja sobre la inflación, que se mantendrá, por lo tanto, en una senda moderada en el corto y medio plazo.

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en

- 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 Eurosistema, de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

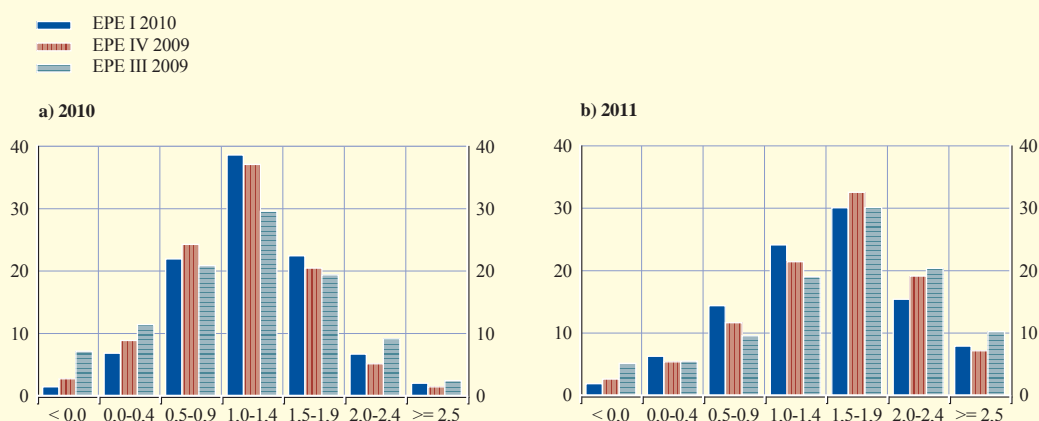
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta				
	2010	Diciembre 2010	2011	Diciembre 2011	A largo plazo ²⁾
EPE I 2010	1,3	1,4	1,5	1,6	1,9
EPE anterior (IV 2009)	1,2	-	1,6	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,9 - 1,7	-	0,8 - 2,0	-	-
Consensus Economics (enero 2010)	1,2	-	1,5	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2010)	1,2	-	1,5	-	1,9
Evolución del PIB real	2010	III 2010	2011	III 2011	A largo plazo ²⁾
EPE I 2010	1,2	1,2	1,6	1,6	1,8
EPE anterior (IV 2009)	1,0	-	1,6	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,1 - 1,5	-	0,2 - 2,2	-	-
Consensus Economics (enero 2010)	1,3	-	1,6	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2010)	1,3	-	1,6	-	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2010	Noviembre 2010	2011	Noviembre 2011	A largo plazo ²⁾
EPE I 2010	10,5	10,7	10,5	10,4	8,6
EPE anterior (IV 2009)	10,6	-	10,4	-	8,5
Consensus Economics (enero 2010)	10,4	-	10,4	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2010)	10,5	-	10,4	-	8,6

1) En porcentaje de la población activa.

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

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.

diciembre de 2009, y están ligeramente por encima (0,1 puntos porcentuales) de las previsiones de enero de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y en el mismo nivel que las relativas a 2011.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la EPE anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2010 no experimenta prácticamente variaciones, asignándose una probabilidad de un 39% a que la inflación se sitúe entre el 1% y el 1,4%, mientras que la distribución de probabilidad asignada para 2011 se sitúa en niveles ligeramente inferiores, aunque se concentra en el intervalo del 1,5% al 1,9%, al igual que en la EPE anterior (véase gráfico A). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, estas previsiones están sujetas a riesgos bajistas, lo que se refleja en el hecho de que la previsión de la mayoría de encuestados se sitúa por encima de la media de su distribución de probabilidad. Ello significa que, en su opinión, es más probable que los resultados se sitúen por debajo que por encima de esta previsión. Aunque, según un elevado número de encuestados, los principales riesgos alcistas para la inflación en 2010 y 2011 proceden de las presiones de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como de una elevación de los impuestos indirectos, los riesgos bajistas proceden del esperado aumento de la tasa de desempleo y de una posible nueva apreciación del euro.

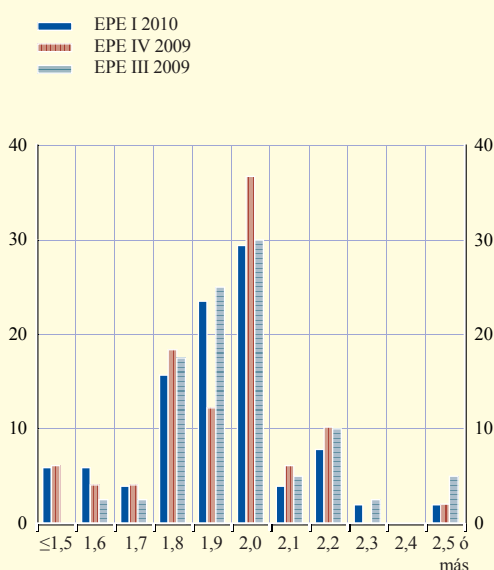
Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) se han mantenido estables en el 1,9% (el 1,91%, frente al 1,92% de la encuesta anterior). La media de las estimaciones está por debajo de las previsiones de inflación a largo plazo de Consensus Economics de octubre de 2009 (2%) y en línea con las del Barómetro de la Zona del Euro de enero de 2010.

La estabilidad de la previsión media del 1,9% que se observa en la presente EPE va unida a una discrepancia generalmente estable en las expectativas de inflación a más largo plazo, medida por la desviación típica de las estimaciones. La incertidumbre agregada en torno a las expectativas de inflación,

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

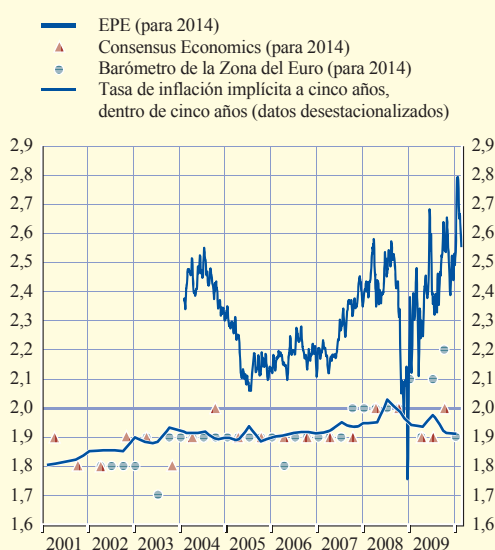
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

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

(tasas medias de variación interanual; medias móviles de cinco días de datos diarios)



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

medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, aumentó ligeramente, hasta 0,8, frente a 0,7 en la encuesta anterior³. La distribución de corte transversal se desplazó a niveles inferiores: en relación con la EPE del cuarto trimestre de 2009, un mayor número de encuestados situó su previsión en un nivel igual o inferior al 2% (véase gráfico B). Finalmente, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se mantuvo estable en el 44%.

Al mismo tiempo, las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados financieros han sido más elevadas y volátiles que las medidas procedentes de las encuestas (véase gráfico C)⁴. Sin embargo, es probable que las medidas de las expectativas de inflación basadas en los mercados se hayan visto afectadas recientemente por factores de liquidez y de oferta y demanda⁵. En particular, los acusados descensos de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y del rendimiento de los bonos indicados con la inflación registrados en enero reflejan la corrección de los anteriores desequilibrios entre la oferta y la demanda observada en el mercado de bonos indicados con la inflación tras la emisión de esta clase de bonos en enero⁶. Por consiguiente, la reciente volatilidad de estas medidas debería considerarse con cautela y no debería interpretarse automáticamente como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁷.

3 Véase el recuadro titulado «Medidas de las percepciones sobre la incertidumbre macroeconómica», en el Boletín Mensual de enero de 2010.

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

5 Para un análisis más detallado del impacto de la crisis de los mercados financieros 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.

6 Para más información sobre la evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación de los mercados financieros, véase la sección 2.4.

7 Para más información, véase Hördahl, P. y O. Tristani (2007), «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», Working Paper n.º 734, BCE.

Expectativas de evolución del PIB real

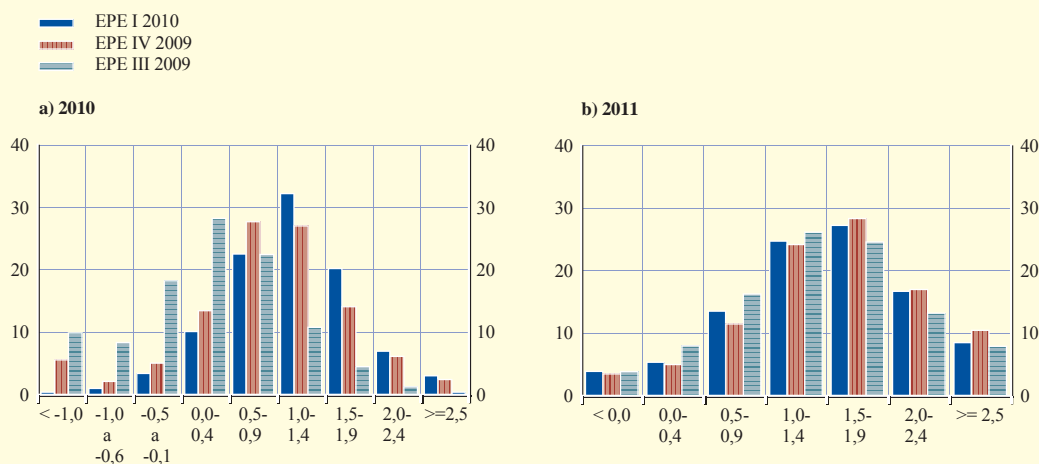
En promedio, los encuestados esperan ahora que el PIB real de la zona del euro crezca un 1,2% en 2010, lo que supone una revisión al alza de 0,2 puntos porcentuales de la previsión para 2010 recogida en la encuesta precedente. Las expectativas relativas a 2011 se mantienen sin cambios en el 1,6%. En general, los encuestados consideran improbable una recuperación sostenida de la economía en la zona del euro antes de 2011, en vista de que, según las previsiones, el mercado de trabajo se recuperará muy gradualmente, la inversión no cobrará impulso antes de 2011 debido al reducido nivel de las tasas de utilización de la capacidad productiva, la demanda interna seguirá siendo relativamente moderada este año y la apreciación del euro podría dificultar las exportaciones. La mayor parte de los encuestados observa que uno de los principales efectos a la baja procederá de la supresión gradual de las medidas de estímulo fiscal, mientras que las existencias y un aumento de la confianza de los consumidores podrían contribuir positivamente al crecimiento, rebajando, en última instancia, la tasa de ahorro.

Las expectativas de la EPE relativas a la evolución económica en 2010 y 2011 se sitúan en un nivel próximo al límite superior de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2009. Las expectativas de la EPE están 0,1 puntos porcentuales por debajo de las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010, y en línea con las predicciones para 2011.

En línea con la revisión al alza de las expectativas de evolución del PIB real, la distribución de probabilidad agregada para 2010 se elevó. Los encuestados asignan una probabilidad del 32% a que la evolución del PIB real se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4%. La distribución de probabilidad agregada para 2011 está, en general, en línea con la de la EPE anterior y se concentra en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

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 incertidumbre respecto a las previsiones a un año y a dos años del PIB real disminuyó en comparación con la EPE anterior, aunque se mantiene en niveles relativamente elevados. Parece que existen riesgos bajistas para la previsión media de crecimiento del PIB real. Los principales riesgos bajistas para las perspectivas de actividad económica de la zona del euro proceden del estancamiento de las perspectivas mundiales y de la subida de los precios del petróleo, mientras que los principales riesgos alcistas se derivan de la recuperación de la confianza de los consumidores y los inversores.

En comparación con la encuesta anterior, las expectativas respecto al crecimiento a más largo plazo (para 2014) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,8%. Estos resultados se sitúan ligeramente por debajo de las previsiones de enero de 2010 del Barómetro de la Zona del Euro (2% para 2014) y de las previsiones de octubre de 2009 de Consensus Economics (1,9% para 2014). Basándose en las distribuciones de probabilidad individuales, los encuestados consideran que estas previsiones están también sujetas a riesgos bajistas.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados revisaron ligeramente las expectativas referidas a la tasa de desempleo, a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2010 y al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2011, y las sitúan ahora en el 10,5% para ambos años. En lo que respecta a las expectativas a corto y medio plazo, existen riesgos levemente alcistas para 2010 y 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2014) se han revisado ligeramente al alza, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,6%, pero están sujetas a riesgos claramente alcistas.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La última información disponible indica que la actividad económica de la zona del euro siguió recuperándose a finales de 2009 y principios de 2010. La zona del euro ha venido beneficiándose de un cambio en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, el consumo y la inversión han mantenido su moderación y la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha continuado deteriorándose en los últimos meses. La volatilidad de los nuevos datos hace esperar que la economía de la zona crezca a un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación pueda ser desigual. Es probable que, a medio plazo, la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Dado que la demanda interna sigue siendo moderada y que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal, continúa la incertidumbre acerca de su intensidad. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Apenas se dispone de nuevos datos económicos desde que se publicó el Boletín Mensual anterior. En el tercer trimestre de 2009, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, tras haberse contraído previamente durante cinco trimestres consecutivos (véase gráfico 26). La información disponible sugiere que la actividad económica de la zona siguió recuperándose en el último trimestre de 2009 y comienzos de 2010.

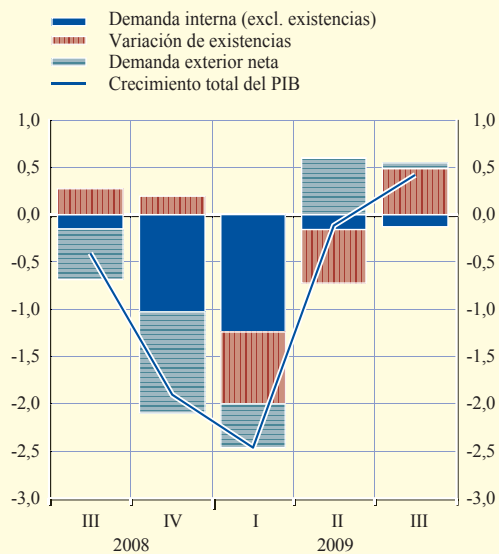
La desagregación del PIB por el lado del gasto en el tercer trimestre muestra una contribución levemente negativa de la demanda interna (excluidas las existencias) y aportaciones positivas de las existencias y, en menor medida, de la demanda exterior neta. La contribución negativa de la demanda interna obedeció a los descensos observados en la inversión y en el consumo privado, que se vieron contrarrestados parcialmente por un incremento del consumo público.

El consumo privado retrocedió un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2009, tras haber registrado un crecimiento moderado en el trimestre anterior. El gasto de los hogares mantuvo su moderación en el tercer trimestre, y las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,3%, en tasa intertrimestral.

En cuanto a la evolución en el último trimestre de 2009 y principios de 2010, la información disponible sobre las ventas al por menor, junto con los datos sobre la confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles, ha seguido ofreciendo un panorama ligeramente contradictorio en relación con el gasto de los hogares. Por una parte, las encuestas de opinión de los consumidores apuntan a una mejora gradual. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro elaborado por

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

la Comisión Europea aumentó cada uno de los meses del último trimestre de 2009, pero se estabilizó en enero, marcando una pausa en la tendencia al alza que se había iniciado en el primer semestre de 2009. Por otra parte, las ventas del comercio al por menor (incluidas las ventas de combustibles) no experimentaron cambios en diciembre, tras la contracción del 0,5% observada en noviembre. En el cuarto trimestre del 2009, las ventas al por menor cayeron un 0,2%, en tasa intertrimestral, ligeramente por debajo del descenso observado en el trimestre anterior (véase gráfico 27), mientras que el crecimiento de las matriculaciones de automóviles se redujo un 1,3%, frente al 2,8% del tercer trimestre. Como consecuencia, las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, disminuyeron un 0,1% en el cuarto trimestre, lo que representa un menor crecimiento que el registrado en el trimestre anterior. Esta evolución refleja la eliminación gradual de los incentivos fiscales a la adquisición de automóviles adoptados en algunos países de la zona del euro.

En resumen, mientras que las encuestas de opinión han seguido apuntando a una mejora en la confianza de los consumidores hasta el final de 2009, la evolución de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles, junto con el debilitamiento del impacto de los incentivos fiscales a la adquisición de automóviles, sugiere que el gasto en consumo siguió siendo moderado durante el cuarto trimestre 2009 y, posiblemente, a principios de 2010.

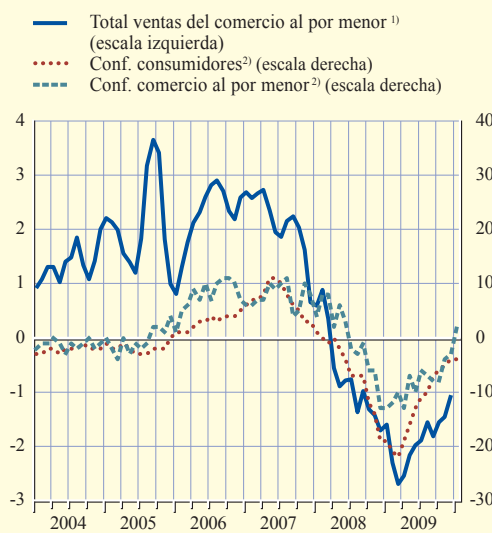
La formación bruta de capital fijo retrocedió un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, tras una contracción del 1,6% en el periodo de tres meses anterior. Esta evolución confirma que el ritmo de descenso de la inversión se está moderando, especialmente debido a que esta variable cayó un 4% en el cuarto trimestre de 2008 y un 5,4% en el primer trimestre de 2009. La desagregación de la inversión en el tercer trimestre de 2009 indica que la inversión en construcción, que se redujo un 1,8%, en tasa intertrimestral, explica casi por completo este descenso, pues la inversión excluida la construcción disminuyó solo un 0,1%.

Los indicadores de inversión de la zona del euro durante la última parte de 2009 muestran que la producción de la construcción se redujo, en tasa intermensual, tanto en octubre como en noviembre. En promedio, la producción de la construcción en este período de dos meses fue un 1,3% por debajo del nivel registrado en el tercer trimestre de 2009, por lo que es considerablemente inferior a la caída intertrimestral del 2,6% observada en el mismo trimestre.

Se prevé que la inversión mejore nuevamente en los próximos trimestres, pero que siga siendo moderada como consecuencia de la escasa utilización de la capacidad productiva, del mantenimiento de la debilidad de la demanda y de la evolución de los beneficios, del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito, de la incertidumbre en torno a la intensidad de la recuperación y del exceso de oferta existente en los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

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

(datos mensuales)



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

En lo que se refiere a la evolución del comercio, las exportaciones aumentaron un 3,1% en el tercer trimestre 2009, frente a la contracción del 1,2% observada en el segundo trimestre, mientras que las importaciones se elevaron un 3%, tras el descenso del 2,8% registrado en el trimestre anterior. La contribución de la demanda exterior neta a la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,1 puntos porcentuales. Los datos disponibles sobre los últimos meses de 2009 sugieren que la demanda exterior neta no tuvo un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB en el último trimestre del año.

La variación de existencias contribuyó con 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2009, tras haber realizado una aportación negativa en los dos primeros trimestres del año. Parece que la desaceleración observada en el ritmo de desacumulación de existencias, más que el comienzo de una fase de reposición de las mismas, explica la contribución de esta variable al crecimiento del PIB. La encuesta a los directores de compras indica que el ritmo de desacumulación de existencias sigue desacelerándose en la zona del euro. Esta evolución muestra que, en igualdad de condiciones, las existencias deberían haber realizado una nueva contribución positiva al crecimiento del PIB en el último trimestre de 2009.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

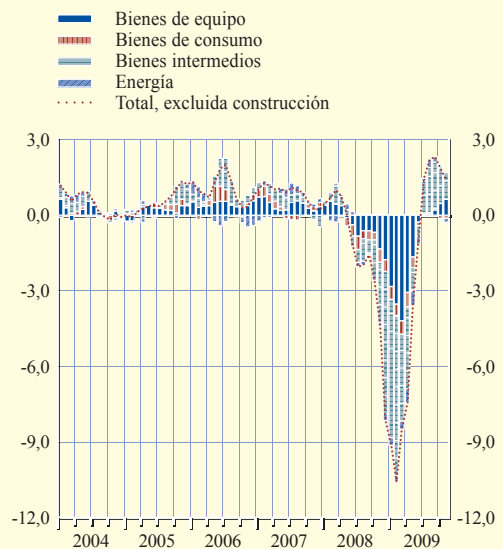
El aumento del 0,4% registrado en el valor añadido real en el tercer trimestre de 2009 fue impulsado por una acusada recuperación del producto en la industria, mientras que el valor añadido se mantuvo sin cambios la rama de servicios y siguió contrayéndose en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se elevó un 2,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras haber retrocedido un 1,5% en el segundo trimestre. El valor añadido de los servicios no experimentó ningún crecimiento en el tercer trimestre, si bien había aumentado un 0,2% en el trimestre anterior, mientras que el valor añadido de la construcción se contrajo un 0,8% en el tercer trimestre, ligeramente por encima de la reducción del 0,7% observada en el segundo trimestre.

En cuanto a la evolución registrada en el cuarto trimestre de 2009, la producción industrial se incrementó un 1%, en tasa intermensual, en noviembre, tras un descenso del 0,3% en octubre. La evolución de la producción ha mostrado una clara recuperación en los últimos meses, y en noviembre se situó un 4,7% por encima del mínimo observado en abril de 2009. En el promedio de los dos meses del cuarto trimestre para los que se dispone de datos, la producción superaba en 0,8% el nivel observado en el tercer trimestre (véase gráfico 28). Además, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registraron un sólido aumento intermensual en noviembre, tras haber retrocedido en octubre.

Las encuestas también han señalado que se produjo una expansión económica en los últimos meses de

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2009 (véase gráfico 29). Por ejemplo, el índice de directores de compras del sector manufacturero siguió aumentando durante ese período. En el último trimestre de 2009, el índice se encontraba, en promedio, por encima de 51, frente a menos de 48 en el tercer trimestre, por lo que se situaba claramente en un rango que denotaba crecimiento por primera vez desde el segundo trimestre de 2008. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión europea, confirmaron la mejora que mostraban los datos de la encuesta a los directores de compras. Los indicadores de opinión relativos a la actividad en los servicios también siguieron una senda descendente y sugieren que la actividad continuó recuperándose en el último trimestre de 2009.

En lo que se refiere al primer trimestre de 2010, los indicadores de opinión publicados en enero apuntan a que la actividad económica siguió recuperándose a comienzos de año. Concretamente, mientras que el índice de directores de compras del sector manufacturero continuó aumentando en enero, el índice correspondiente a los servicios se redujo hasta un nivel inferior a la media del cuarto trimestre de 2009, aunque siguió mostrando una mejora. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que la confianza se incrementó en todos los sectores en el mes de enero, salvo en la construcción, donde disminuyó ligeramente.

MERCADO DE TRABAJO

La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. El empleo descendió un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre 2009. Esta tasa es la misma que se registró en el segundo trimestre, pero inferior a la observada en el primer trimestre del año (véase

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

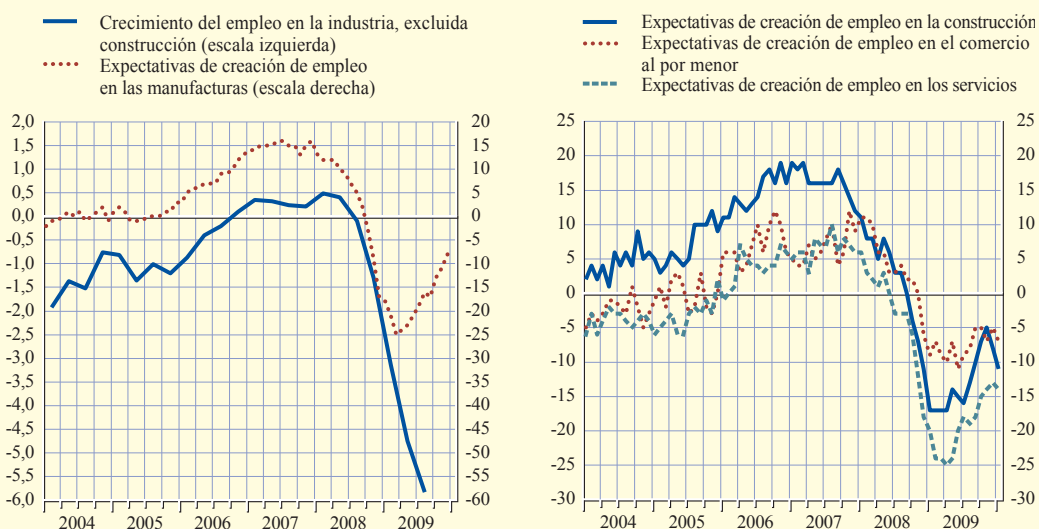
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Total de la economía	1,8	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	-0,8	-0,8	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7
Excluida la construcción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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



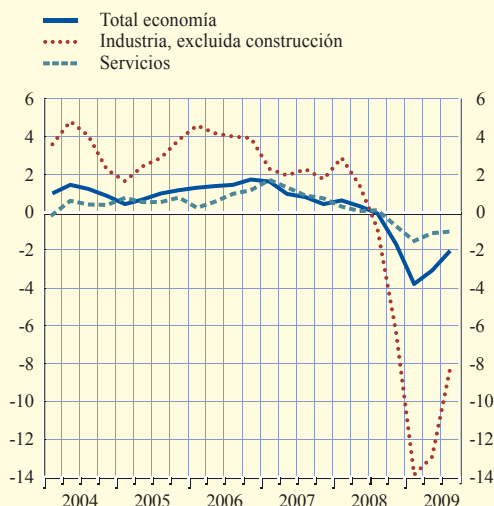
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

cuadro 6). Desde un punto de vista sectorial, la industria y la construcción han seguido siendo las más afectadas por la disminución del empleo. Mientras que el descenso intertrimestral del 1,6% registrado en el empleo en la industria (excluida la construcción) en el tercer trimestre sugiere una cierta moderación en la tasa de contracción con respecto al trimestre anterior, la reducción del empleo en la construcción indica un nuevo y claro deterioro en ese trimestre, tras haberse observado ciertas señales de mejora en el segundo trimestre. Por el contrario, el empleo en el sector servicios parece haber aguantado algo mejor, pues solo descendió un 0,1%, en tasa intertrimestral, la misma tasa registrada en el trimestre anterior (véase gráfico 30). Los indicadores de opinión señalan continuos descensos del empleo en torno a final de año, aunque la tasa de destrucción de empleo fue la más baja desde octubre de 2008.

Junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo que se han observado en los últimos trimestres han contribuido a mejorar la productividad. En tasa interanual, la productividad agregada de la zona del euro (medida en términos de producto por empleado) todavía cayó un 2% en el tercer trimestre de 2009, pero esta tasa constituye una mejora sustancial con respecto a las significativas contracciones registradas en el primer semestre del año (véase gráfico 31). Más recientemente, los últimos indi-

Gráfico 31 Productividad del trabajo

(tasas de variación interanual)



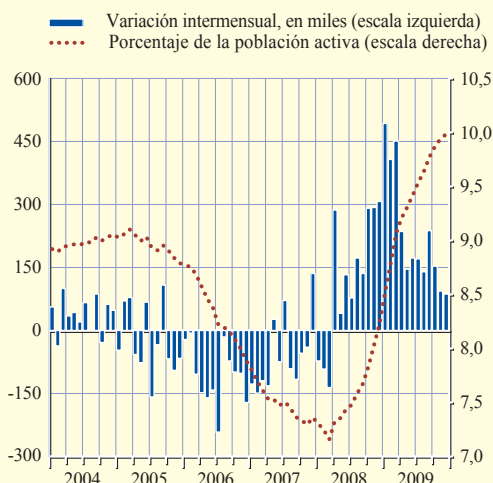
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

cadores de opinión sugieren que la productividad siguió mejorando en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo de la zona del euro alcanzó el 10% en diciembre de 2009, frente al 9,9% observado en el mes anterior, tras una revisión a la baja, de 0,1 puntos porcentuales, efectuada en esta última cifra (véase gráfico 32). El incremento de la tasa de paro de la zona del euro enmascara la distinta evolución seguida en los países de la zona. Por ejemplo, en 2009 el desempleo aumentó de forma acusada en Irlanda, Eslovaquia y España, alcanzando tasas considerablemente por encima de la media de la zona. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero siguen apuntando a que es probable que el desempleo en la zona del euro continúe creciendo en los próximos meses, aunque a un ritmo más lento que el observado y esperado en 2009.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

La zona del euro ha venido beneficiándose de un cambio en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. La última información disponible indica que la actividad económica de la zona del euro siguió recuperándose a finales de 2009 y principios de 2010, aunque parece que el consumo y la inversión han mantenido su moderación.

Se espera que la economía de la zona crezca un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación pueda ser desigual, dado que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal y que se prevé que la demanda interna siga siendo débil. Es probable que, a medio plazo, la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Además, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva pueden contener la inversión, y se espera que el desempleo aumente algo más, frenando con ello el crecimiento del consumo. Así pues, se mantiene la incertidumbre en torno a la intensidad de la recuperación.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por un lado, la confianza podría seguir mejorando y la demanda exterior podría ser más vigorosa de lo esperado. Además, podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro se ha depreciado en términos efectivos nominales en torno a un 4%, situándose por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro ha sido generalizada, aunque ha resultado especialmente pronunciada frente al yen japonés y el dólar estadounidense.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras experimentar algunas fluctuaciones en noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció significativamente en diciembre y enero (véase gráfico 33). El 3 de febrero, se situaba un 4,2% por debajo del nivel observado a finales de octubre y un 2,1% por debajo de la media de 2009. En los tres últimos meses, la depreciación del euro ha sido generalizada, aunque ha resultado especialmente pronunciada frente al yen japonés y el dólar estadounidense.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En diciembre y enero, el euro se depreció considerablemente frente al dólar estadounidense en el contexto de la apreciación relativamente generalizada que registró el dólar frente a las principales monedas en diciembre. Al mismo tiempo, la incertidumbre en los mercados de divisas, medida por la volatilidad implícita en el horizonte de tres meses, siguió reduciéndose, aproximándose a la media de 10 años (véase gráfico 34). Además, la estructura temporal de las volatilidades implícitas también se aplanó, de lo que se deduce que las expectativas de los mercados respecto a un repunte de la volatilidad en los mercados de divisas se habían atenuado en cierta medida. El 3 de febrero, el euro cotizaba a 1,40 dólares estadounidenses, un 5,5% por debajo del nivel observado a finales de octubre y en torno a la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

Tras experimentar algunas fluctuaciones en noviembre y diciembre, el euro se depreció significativamente frente al yen japonés en enero, descendiendo

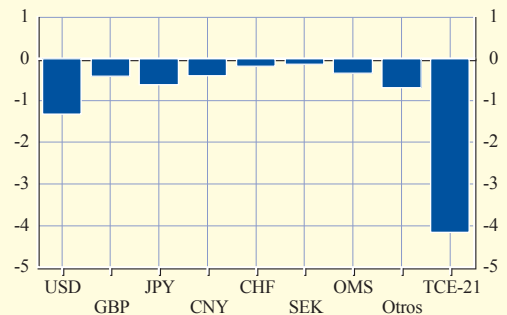
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

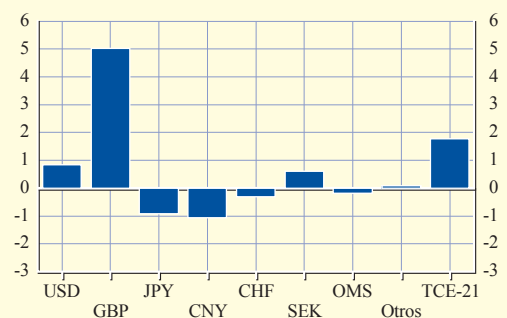
Índice: 1 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 30 de octubre de 2009 al 3 de febrero de 2010
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾
Del 3 de enero de 2005 al 3 de febrero de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

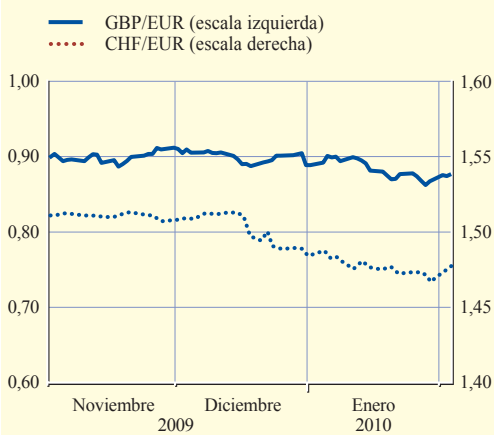
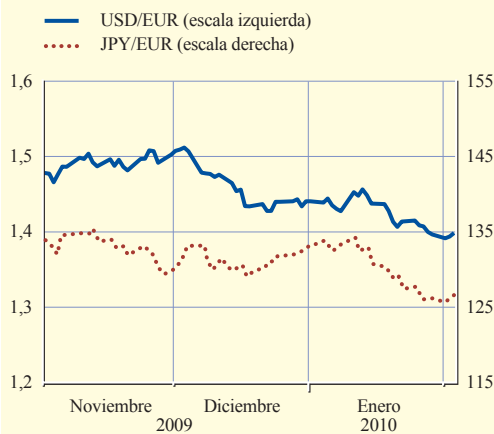
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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

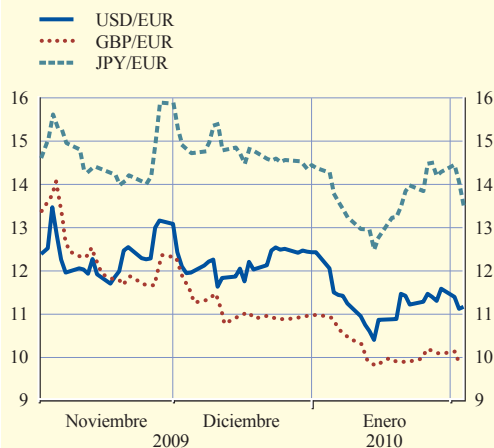
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

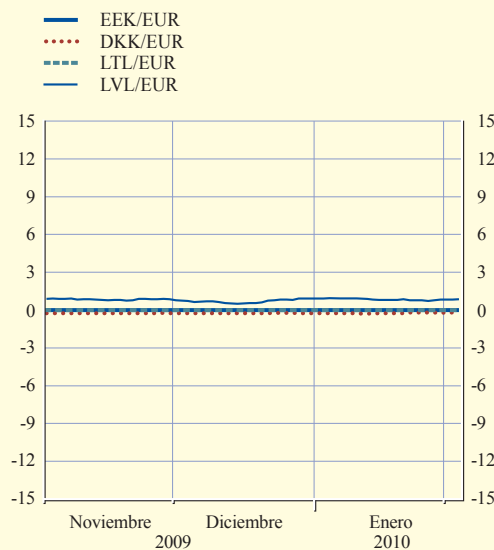
por debajo del intervalo de 129 a 138 yenes, en el que había estado cotizando durante varios meses (véase gráfico 34). La apreciación del yen japonés en enero, en un entorno de caída de los mercados bursátiles mundiales y de aumento de la aversión al riesgo, fue bastante generalizada. La volatilidad implícita del tipo de cambio entre el yen japonés y el euro se redujo en los horizontes de corto plazo en un clima de considerables fluctuaciones (véase gráfico 34). El 3 de febrero, el euro cotizaba a 127 yenes, un 5,9% por debajo del nivel de finales de octubre y alrededor de un 2,8% por debajo de la media de 2009.

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 3 de febrero, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). No obstante, el lats letón se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de +1% establecida unilateralmente.

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

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



Fuente: BCE.

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

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, en los tres últimos meses, el euro se ha depreciado un 2% frente a la libra esterlina y, el 3 de febrero, cotizaba un 1,7% por debajo de la media de 2009. Desde finales de octubre, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro ha experimentado un acusado descenso (véase gráfico 34), pero se mantiene por encima de la media de 10 años, especialmente en los horizontes temporales más largos. Durante el mismo período, el euro se ha depreciado frente al zloty polaco (un 6,1%), el leu rumano (un 4,7%), la corona checa (un 1,6%) y el forint húngaro (un 1,2%). En los tres últimos meses, el euro se ha depreciado también, un 2,7%, frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

Desde finales de octubre hasta el 3 de febrero, el franco suizo se apreció un 2,5% frente al euro, hasta un nivel de 1,47 francos por euro. Esta apreciación se produjo, principalmente, en diciembre, tras un cambio en la comunicación de la política cambiaria por parte del Banco Nacional de Suiza. Durante el mismo período, el tipo de cambio bilateral de euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguió una evolución paralela a la del tipo de cambio de la moneda única frente al dólar estadounidense. El euro también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 7,0%), el dólar australiano (un 3,2%) y la corona noruega (un 2,7%).

5.2 BALANZA DE PAGOS

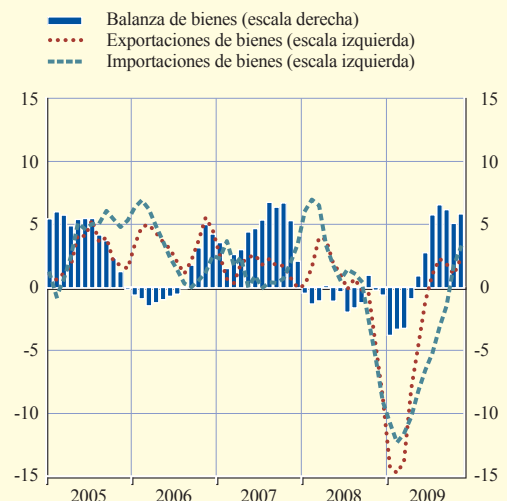
Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios aumentaron en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, y el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 73,5 mm de euros (alrededor del 0,8% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró entradas netas de bonos y obligaciones y salidas netas de valores de renta variable en los tres meses transcurridos hasta noviembre de 2009.

COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio con los países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009. Si bien las exportaciones de bienes de la zona del euro aumentaron a una tasa similar a la registrada en el período de tres meses precedente, las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona experimentaron un fuerte repunte y sobrepasaron a aquellas (véase gráfico 36). Este repunte está en consonancia con los incrementos del crecimiento de la producción industrial y las exportaciones de la zona del euro en los últimos meses, que, en ambos casos, han dado lugar a una mayor demanda de insumos importados. Las exportaciones de la zona del euro continuaron viéndose favorecidas por el fortalecimiento de la demanda exterior. El comercio de servicios también repuntó en los tres meses transcurridos hasta noviembre, aunque con menor fuerza que el comercio de bie-

Gráfico 36 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.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2009 Oct	2009 Nov	2009 Feb	2009 May	2009 Ago	2009 Nov	2008 Nov	2009 Nov
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-4,6	0,1	-13,8	-7,1	-0,2	-3,5	-136,1	-73,5
Bienes	7,1	7,0	-3,3	0,9	6,5	5,8	-12,5	29,9
Exportaciones	110,9	111,1	109,5	104,4	106,8	109,2	1.584,1	1.289,7
Importaciones	103,8	104,1	112,8	103,5	100,2	103,4	1.596,6	1.259,8
Servicios	3,7	2,3	2,7	2,1	2,5	2,7	40,7	29,9
Exportaciones	38,5	38,3	40,2	39,1	37,8	38,3	511,3	466,1
Importaciones	34,8	36,0	37,5	37,0	35,3	35,6	470,6	436,2
Rentas	-2,0	-3,3	-4,8	-2,0	-2,6	-3,3	-67,2	-38,1
Transferencias corrientes	-13,4	-5,8	-8,3	-8,2	-6,6	-8,6	-97,1	-95,1
Cuenta financiera ¹⁾	4,5	-0,6	19,7	12,7	-10,2	12,3	159,7	103,6
Total inversiones directas y de cartera netas	15,1	-15,3	8,3	33,2	10,9	16,6	152,2	207,1
Inversiones directas netas	-2,0	-0,3	-12,5	-2,2	-5,4	-10,7	-200,5	-92,5
Inversiones de cartera netas	17,1	-14,9	20,8	35,4	16,3	27,3	352,7	299,6
Acciones y participaciones	-34,1	-9,5	-11,9	5,3	31,7	-23,3	13,9	5,2
Valores distintos de acciones	51,2	-5,4	32,7	30,1	-15,3	50,6	338,8	294,4
Bonos y obligaciones	32,7	-10,2	30,0	19,7	-31,9	29,9	151,7	143,4
Instrumentos del mercado monetario	18,5	4,8	2,6	10,4	16,6	20,7	187,1	150,9
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	4,0	0,0	-12,5	-4,1	0,7	2,1	4,6	-16,2
Importaciones	0,2	1,1	-11,3	-6,5	-3,5	2,6	8,8	-18,0
Bienes								
Exportaciones	5,0	0,1	-14,7	-4,6	2,3	2,3	4,5	-18,6
Importaciones	1,5	0,2	-12,3	-8,2	-3,2	3,2	9,2	-21,1
Servicios								
Exportaciones	1,1	-0,5	-5,8	-2,7	-3,4	1,4	4,9	-8,8
Importaciones	-3,5	3,5	-8,0	-1,4	-4,5	0,9	7,2	-7,3

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

nes de la zona, registrándose incrementos de las exportaciones y de las importaciones del 1,4% y del 0,9%, respectivamente, en comparación con el período de tres meses precedente (véase cuadro 7).

Recuadro 5
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL COMERCIO DE LA ZONA DEL EURO

A continuación, se analizan las principales características de la acusada desaceleración del comercio experimentada por la zona del euro en los últimos meses de 2008 y en el primer semestre de 2009, así como la evidencia reciente de estabilización.

Los datos de la contabilidad nacional indican que, en términos reales, las exportaciones totales de la zona del euro (es decir, la suma del comercio de bienes y servicios entre países dentro de la zona y de los intercambios comerciales con países de fuera de la zona) se redujeron durante cinco trimestres

Gráfico A Exportaciones reales de bienes y servicios de la zona del euro

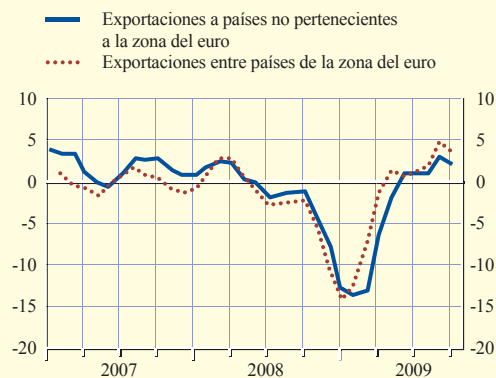
(tasas de variación intertrimestral; datos trimestrales desestacionalizados)



Fuentes: Datos de la contabilidad nacional de Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos abarcan el comercio entre los países de la zona del euro y entre la zona y los países no pertenecientes a la misma. Las observaciones más recientes corresponden al tercer trimestre de 2009.

Gráfico B Exportaciones reales de bienes dentro y fuera de la zona del euro

(tasas de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Estadísticas de comercio exterior de Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las observaciones más recientes corresponden a octubre de 2009.

consecutivos a partir del segundo trimestre de 2008 (gráfico A). La contracción más acusada se produjo durante el período en el que se intensificó la crisis financiera, es decir, en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, en los que se registró un descenso del orden del 7% al 9% en tasa intertrimestral. Las importaciones totales de la zona del euro también experimentaron, en términos reales, una contracción similar, aunque el descenso fue menos pronunciado.

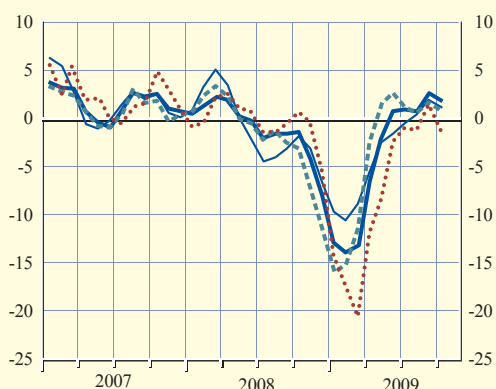
El factor determinante de la contracción del comercio de la zona del euro fue la caída de la actividad económica a escala mundial, como consecuencia de la cual el comercio de bienes experimentó un retroceso notablemente mayor que el de servicios (gráfico A), mientras que el comercio de bienes dentro de la zona del euro se redujo inicialmente a una tasa ligeramente más alta que las exportaciones de la zona a otros países (gráfico B). Las turbulencias financieras que afectaron a la economía mundial se caracterizaron por una caída de la confianza, que contribuyó al rápido proceso de desacumulación de existencias, así como a un significativo descenso del gasto en inversión en la mayoría de las regiones. A su vez, esto tuvo un fuerte impacto negativo en el comercio de bienes intermedios y de capital, que se redujo relativamente en mayor medida que el comercio de bienes de consumo (gráfico C).

En esta fuerte desaceleración del comercio parecen haber influido de forma importante varios factores que han contribuido a intensificarla. Concretamente, el proceso de globalización ha traído consigo un considerable crecimiento de las cadenas de producción verticales, en las que cada vez se utilizan más insumos importados en la producción de exportaciones. Ello podría haber actuado como mecanismo de propagación al producirse la contracción del comercio, dando lugar a una pronunciada caída del comercio de bienes intermedios. Otro factor significativo que, al parecer, ha afectado negativamente al comercio ha sido la escasez de financiación para el comercio y el incremento de sus costes, como consecuencia del rápido endurecimiento de las condiciones de financiación en los momentos en que las turbulencias eran más intensas. Estos factores parecen haber interactuado y amplificado el impacto sobre el comercio exterior, que tuvo su origen directamente en la caída de la producción mundial.

Gráfico C Exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro desglosadas por grandes categorías económicas

(tasas de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales desestacionalizados)

- Exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona del euro
- ... Bienes de equipo
- - - Bienes intermedios
- Bienes de consumo



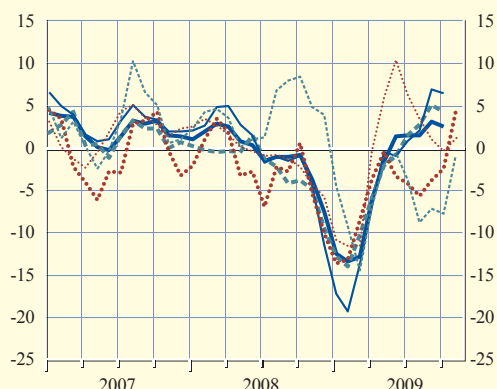
Fuentes: Estadísticas de comercio exterior de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a octubre de 2009.

Gráfico D Exportaciones reales de bienes a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación de tres meses sobre tres meses; datos mensuales desestacionalizados)

- Exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona del euro
- ... Estados Unidos
- - - Reino Unido
- Nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro
- ... Asia
- - - OPEP



Fuentes: Estadísticas de comercio exterior de Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las observaciones más recientes corresponden a noviembre de 2009, salvo en el caso de las exportaciones a Reino Unido (octubre 2009), los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (octubre de 2009) y las exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona del euro (octubre de 2009).

Las exportaciones totales de la zona del euro volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre de 2009 (gráfico A). Este repunte tuvo su origen, principalmente, en la evolución del comercio de bienes, que parece haber aumentado de forma algo más pronunciada en el caso de los flujos entre países pertenecientes a la zona (gráfico B). Algunos de los factores que contribuyeron al rápido descenso del comercio de la zona del euro están favoreciendo actualmente su moderada recuperación. La reciente mejora de la actividad económica mundial y la recuperación del ciclo de existencias han sido los principales factores determinantes. Las cadenas de producción mundiales también parecen haberse reactivado en cierta medida, lo que ha amplificado la recuperación del comercio y ha dado lugar a un repunte más pronunciado del comercio de bienes intermedios (gráfico C).

Los planes de estímulo macroeconómico y las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero también han desempeñado un papel importante y han contribuido al aumento de la demanda de bienes comerciables. El repunte especialmente pronunciado del comercio con Asia (gráfico D), donde se han aplicado notables medidas de contención del gasto fiscal, parece corroborar, en parte, lo anterior. Los planes fiscales de carácter generalizado, orientados a fomentar las ventas de vehículos de motor, también están teniendo, al parecer, un efecto positivo sobre el comercio. La estabilización del comercio ha venido acompañada, asimismo, de una mejora de las condiciones de financiación.

De cara al futuro, la solidez de la recuperación del comercio sigue siendo un tanto incierta, dado que la reciente mejora observada en la zona del euro parece sustentarse, en parte, en factores transitorios.

Al mismo tiempo, el retorno de la confianza y el repunte de la economía mundial, especialmente en Asia, podrían tener un impacto más fuerte de lo previsto sobre el comercio exterior. La reactivación de las presiones proteccionistas podría entorpecer la recuperación del comercio y, por eso, debe evitarse por todos los medios.

El ritmo más lento de la recuperación del comercio de servicios refleja el hecho de que, a nivel mundial, el repunte en el sector servicios ha ido a la zaga del registrado en el sector manufacturero en los últimos meses. En conjunto, las cifras más recientes confirman que, tras la acusada contracción experimentada en 2008 y en el primer semestre de 2009, el comercio exterior de la zona del euro se ha estabilizado y se está recuperando gradualmente (véase el recuadro titulado «Evolución reciente del comercio de la zona del euro»).

Como resultado de esta evolución del comercio exterior de la zona del euro, la balanza de bienes acumulada de doce meses registró una nueva mejora en noviembre de 2009, tras contabilizar de nuevo cifras positivas en julio de 2009 (véase gráfico 37). Esta mejora, a la que hay que sumar el descenso de los déficits de la balanza de rentas y, en menor medida, de la balanza de transferencias corrientes, se contrarrestó, solo en parte, con una reducción del superávit de la balanza de servicios. Como consecuencia, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo aún más, a 73,5 mm de euros (alrededor del 0,8% del PIB), en cifras acumuladas de doce meses, en noviembre, en comparación con el déficit de 136,1 mm de euros contabilizado hace un año.

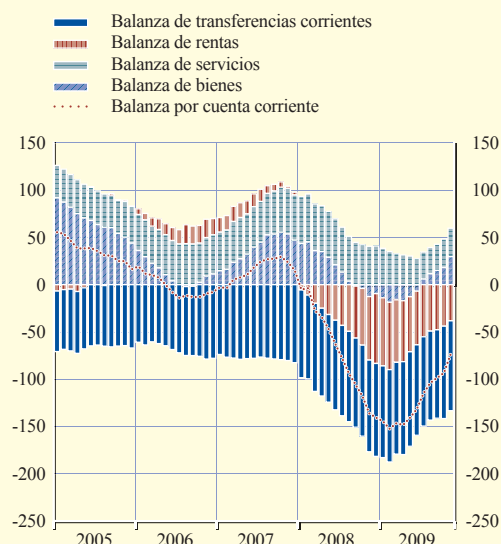
CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, el descenso de las compras netas realizadas por residentes en la zona del euro, tanto de valores de renta variable como de bonos y obligaciones extranjeros, apunta a que podría haber aumentado ligeramente el sesgo nacional en las inversiones financieras en comparación con el período de tres meses precedente. Al mismo tiempo, los no residentes en la zona del euro realizaron ventas netas de valores de renta variable de la zona del euro que solo se compensaron, en parte, con el aumento de las compras netas de bonos y obligaciones de la zona. En conjunto, como resultado de estas operaciones, en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, se produjeron salidas netas de valores de renta variable y entradas netas de bonos y obligaciones (véanse gráfico 38 y cuadro 7).

El cambio actual en las preferencias de los no residentes, que demandan bonos y obligaciones en detrimento de los valores de renta variable de la zona del euro, así como la caída de las compras de bonos y obligaciones extranjeros realizadas por residentes en la zona, parecen ser coherentes con la evolución de los diferenciales de rendimiento. El diferencial positivo entre los bonos de la zona del euro y la ren-

Gráfico 37 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

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

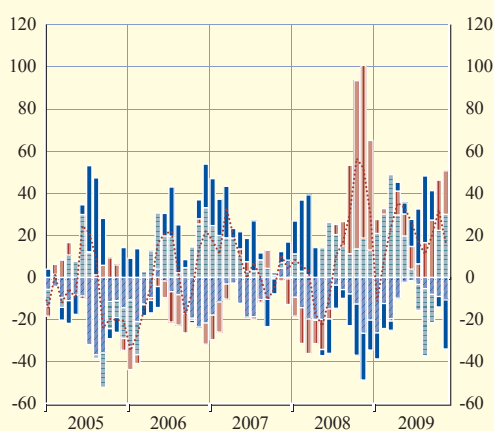


Fuente: BCE.

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

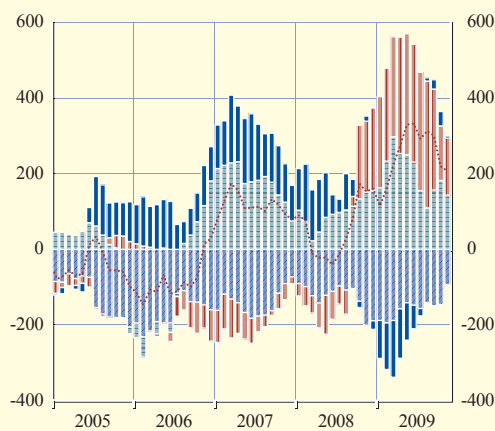
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses; datos mensuales)

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



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

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



Fuente: BCE.

ta fija de otras grandes economías, como Estados Unidos, parece haber estimulado a los inversores internacionales a incrementar sus compras de bonos y obligaciones de la zona del euro. Además, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario, aunque las cifras se mantuvieron muy por debajo de los máximos observados el pasado año.

Por lo que respecta a la inversión directa, la zona del euro registró un incremento de las salidas netas en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009, en comparación con el período de tres meses precedente. Este incremento tiene su origen, principalmente, en un aumento de las inversiones de la zona del euro en el exterior, concretamente, en acciones y otras participaciones, lo cual podría reflejar el hecho de que las empresas de la zona del euro han aprovechado la apreciación registrada por la moneda única hasta octubre de 2009 para adquirir activos en el exterior. Al mismo tiempo, la inversión directa extranjera en la zona del euro siguió siendo moderada.

En conjunto, la zona del euro registró un ligero incremento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera en el período de tres meses transcurrido hasta noviembre de 2009 en comparación con el período de tres meses precedente. En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera ascendieron a 207,1 mm de euros en noviembre de 2009, frente a los 152,2 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 38).

ARTÍCULOS

LOS MERCADOS DE REPOS DE LA ZONA DEL EURO Y LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS



Los repos (es decir, las operaciones de venta con pacto de recompra) son un importante instrumento del mercado monetario para aquellos participantes que buscan liquidez o valores concretos. Como medio para obtener financiación, los repos constituyen una alternativa a los préstamos sin garantías y a la emisión de valores a corto plazo.

Las turbulencias que comenzaron en agosto de 2007 en los mercados financieros han afectado de distinta manera a los mercados de repos de la zona del euro, provocando una caída considerable del volumen de negociación y de los saldos vivos en estos mercados. Los mercados de operaciones cubiertas por garantías especiales y los repos respaldados por valores de emisores no gubernamentales han sido los más afectados, mientras que los repos con garantías genéricas y, en particular, los repos de deuda pública han ganado cuota de mercado. Dado que la mayor parte de los repos de la zona se garantizan utilizando activos líquidos y seguros, las operaciones en los mercados de estos instrumentos han disminuido menos que las realizadas en los mercados monetarios sin garantías.

Las operaciones de política monetaria del Eurosistema han desempeñado un destacado papel en los mercados de repos durante las turbulencias. El aumento de la liquidez suministrada —incluida liquidez a plazos más largos— ha sido fundamental para proporcionar al sistema bancario un seguro de liquidez, pero es posible que haya tenido un impacto negativo sobre el volumen de negociación en el mercado interbancario de repos. La política de activos de garantía aplicada por el Eurosistema ha contribuido a mejorar la disponibilidad de activos de garantía de alta calidad en los mercados interbancarios de repos.

I LA RELEVANCIA DE LOS MERCADOS DE REPOS PARA EL EUROSISTEMA

Los mercados monetarios desempeñan un papel decisivo en la aplicación de la política monetaria como el lugar en el que las entidades de crédito negocian financiación a corto plazo, el primer elemento del proceso de transmisión de la política monetaria. Estos mercados proporcionan información que los bancos centrales (incluido el BCE) utilizan en la aplicación de la política monetaria. A su vez, aspectos específicos de la política monetaria aplicada pueden tener un impacto inmediato sobre los mercados monetarios; en concreto, sobre los volúmenes de negociación y sobre los tipos de interés. Esto es válido no solo para los mercados monetarios sin garantías, sino también para los mercados de repos, y explica el interés del Eurosistema en este segmento de mercado.

En esencia, un repo es una operación en la que un participante en el mercado toma prestados fondos de otro participante a cambio de activos de garantía (para más detalles, véase el recuadro 1). Las operaciones de crédito del Eurosistema son un

sustituto próximo de los mercados de repos, ya que los participantes en el mercado pueden obtener financiación a cambio de activos de garantía a través de repos interbancarios, así como a través del Eurosistema. Por consiguiente, un aumento del crédito proporcionado por el Eurosistema puede influir en los volúmenes y en los tipos de interés de los mercados de repos. De igual modo, las variaciones del perfil de vencimientos de las operaciones de crédito del Eurosistema pueden afectar a la estructura de vencimientos y a la curva de rendimientos de los mercados de repos.

Además, la política de activos de garantía del Eurosistema tiene una importancia específica en este contexto. Un activo depositado como activo de garantía en el Eurosistema no puede utilizarse para garantizar al mismo tiempo un préstamo en el mercado de repos, lo que significa que, cuantos más activos de garantía admita el Eurosistema que no son aceptados (o rara vez lo sean) en el mercado de repos, mayor será el volumen de activos de garantía disponible para las operaciones que se realicen en este mercado. El Eurosistema siempre ha aceptado una amplia gama de activos como ga-

rantía en sus operaciones de crédito, incluidos bonos y activos no negociables del sector privado, y esto ha ofrecido a las entidades de crédito la posibilidad de utilizar los activos menos líquidos como garantía en las operaciones del Eurosistema y de mantener los activos muy líquidos, particularmente deuda emitida por las administraciones centrales de la zona del euro, para utilizarlos en las operaciones en los mercados de repos. El hecho de que el Eurosistema acepte una amplia gama de activos como garantía puede haber desempeñado un destacado papel en la estabilización de los mercados financieros durante las turbulencias.

La evidencia anecdótica disponible también sugiere que, durante las turbulencias, los activos tenían que estar admitidos para su utilización en las operaciones del Eurosistema para ser generalmente aceptados en los mercados de repos. Normalmente, a un prestamista de efectivo se le permite reutilizar activos de garantía (es decir, está facultado, en caso necesario, para usar activos que ha recibido como garantía con el fin de obtener efectivo en una operación repo). No obstante, la reutilización exige que haya una parte

dispuesta a aceptar esos activos como garantía. El hecho de que un activo pueda usarse en las operaciones del Eurosistema, asegura que realmente pueda reutilizarse en una operación con un banco central del Eurosistema. Además, si un prestatario incumple sus obligaciones, es posible que el prestamista de efectivo en cuestión necesite cambiar rápidamente esos activos de garantía por efectivo, al menos temporalmente. Si los activos de garantía pueden utilizarse en las operaciones del Eurosistema, lo anterior puede llevarse a cabo mediante una operación de inyección de liquidez del Eurosistema.

En este artículo se describe el impacto de las turbulencias registradas en los mercados financieros sobre los mercados de repos y se analizan los vínculos entre las operaciones del Eurosistema y estos mercados, que han demostrado ser de gran importancia durante las turbulencias. En la sección 2 se compran el impacto sobre el mercado de repos con el causado sobre el mercado monetario sin garantías. En la sección 3 se considera la evolución de diferentes segmentos del mercado de repos y en la sección 4 se presentan un resumen y las perspectivas para el futuro.

Recuadro I

REPOS: DEFINICIONES BÁSICAS

Un repo u operación de cesión temporal (es decir, un acuerdo de venta con pacto de recompra) se define como un acuerdo entre un prestatario y un prestamista de efectivo que establece que el primero (también denominado «vendedor de repos») debe:

- vender activos al prestamista (o «comprador de repos») por una cantidad determinada de efectivo (el «valor nominal» del repo); y
- comprar estos activos (u otros similares) en una fecha posterior, por la misma cantidad de efectivo, más intereses en concepto de pago por la utilización de ese efectivo.

Por tanto, un repo conlleva dos transacciones: la venta y la recompra de activos. Desde el punto de vista económico, un repo es similar a un préstamo de efectivo con garantías: el prestatario recibe un préstamo en forma de efectivo del prestamista y entrega activos como garantía. No obstante, en una operación repo la titularidad de los activos se transfiere del prestatario al prestamista, por lo que el prestamista está autorizado a vender los activos a terceros, siempre que pueda recomprarlos para devolvérselos al prestatario al vencimiento de la operación. Si el prestatario no cumple su obligación de reembolsar el efectivo (más intereses), el prestamista puede liquidar los activos inmediatamente, ya que es su propietario, y no nece-

sita esperar hasta que concluya el procedimiento concursal. Esto significa que el prestamista está mejor protegido en una operación repo que en una operación de préstamo con garantías.

Los principales elementos de un repo son el vencimiento, el valor nominal, el tipo repo, los activos de garantía y el recorte. La mayor parte de los repos tiene un vencimiento fijo, que puede variar de un día a más de un año. Existen tres tipos de repo con vencimiento a un día: los repos a un día se negocian y se liquidan el mismo día y vencen el día después; los repos *tom/next* se liquidan un día después de la fecha de negociación y vencen dos días después de la negociación, y los repos contado/plazo se liquidan al cabo de dos días de la fecha de negociación y vencen al tercer día de la negociación. Alrededor del 5% de los repos son repos abiertos¹, en los que las dos partes de la operación pueden resolver el contrato en cualquier momento.

El tipo repo es el tipo de interés que determina los pagos de intereses que el prestatario de efectivo debe realizar al vencimiento del repo (esto es, el porcentaje del valor nominal del repo que debe abonarse en concepto de intereses). La mayor parte de los repos son a tipo de interés fijo, mientras que los repos a tipo de interés variable representan alrededor del 9% del total². En una operación repo a tipo de interés variable, el tipo repo se establece en función de un tipo de interés de referencia como el EONIA o el EURIBOR, al que se añade un diferencial positivo o negativo. Por tanto, el tipo repo cambia cuando se producen variaciones en el tipo de referencia.

Las partes de una operación repo pueden llegar a un acuerdo en relación con un activo concreto (es decir, un código ISIN específico) como garantía. Estas operaciones se denominan «repos cubiertos por garantías especiales». Si, en lugar de un activo concreto, el acuerdo repo especifica una cesta de activos (esto es, una lista de códigos ISIN), la operación se denomina «repo genérico». Una cesta de activos de garantía genéricos puede incluir, por ejemplo, bonos emitidos por las administraciones centrales de la zona del euro. En un repo genérico, el prestatario de efectivo (o su agente) decide qué activos de la cesta se utilizarán como garantía. Los repos con garantías genéricas siempre están motivados por la búsqueda de efectivo, es decir, se realizan porque el prestatario quiere efectivo. Las operaciones cubiertas por garantías especiales suelen basarse en la búsqueda de valores, es decir, el repo se inicia porque un prestamista de efectivo busca un activo concreto. El prestamista puede, por ejemplo, querer vender el valor en descubierto (esto es, sin mantenerlo), ya que espera que el precio de ese valor disminuya. Para proceder a la entrega del activo en cuestión, primero debe tomarlo prestado a través de un repo con garantías especiales. Con frecuencia, los tipos de interés de los repos cubiertos por garantías especiales se sitúan muy próximos a los tipos de los repos con garantías genéricas, pero pueden situarse considerablemente por debajo de estos si la demanda de un valor determinado es fuerte. En este caso, los intermediarios en operaciones repo consideran que el valor tiene garantías «especiales».

Para asegurar que ambas partes están protegidas frente al incumplimiento de la contraparte, el valor de los activos de garantía y el valor en efectivo del repo deberían ser similares. Si el valor de los activos de garantía es menor, el prestamista de efectivo incurre en pérdidas si el prestatario no cumple sus obligaciones. Si es más elevado, el prestatario tendrá pérdidas si el prestamista no atiende sus obligaciones. Por ese motivo, los activos de garantía se valoran al precio medio de mercado incluyendo el cupón corrido (esto es, los intereses devengados). No obstante, es posible que el mercado del activo de garantía no sea totalmente líquido, por lo que existe el riesgo de que el activo se venda

1 Véase la encuesta sobre el mercado europeo de repos, ICMA, n.º 17, junio 2009.

2 Véase la encuesta sobre el mercado europeo de repos, ICMA, n.º 17, junio 2009.

a un precio inferior al precio medio. Este es el principal motivo por el que se aplican márgenes iniciales o recortes. Un recorte del 2%, por ejemplo, hace que se suponga que el valor de mercado del activo de garantía es superior en un 2% al valor nominal en efectivo del repo. Un recorte del 2% es relativamente habitual en los activos de garantía constituidos por bonos emitidos por las administraciones centrales de países industrializados. A modo de ejemplo, los recortes aplicados a bonos emitidos en países emergentes pueden superar el 50%.

El valor de mercado de los activos de garantía puede cambiar durante la vida del repo. Para ajustar las variaciones en el precio de los activos se utilizan márgenes de variación. Los activos de garantía se ajustan a precios de mercado, por lo general diariamente. Si el valor de los activos de garantía disminuye, el prestatario debe aportar activos adicionales y, si el valor de dichos activos aumenta, se le devuelven activos.

2 LOS MERCADOS DE REPOS Y LOS MERCADOS MONETARIOS SIN GARANTÍAS

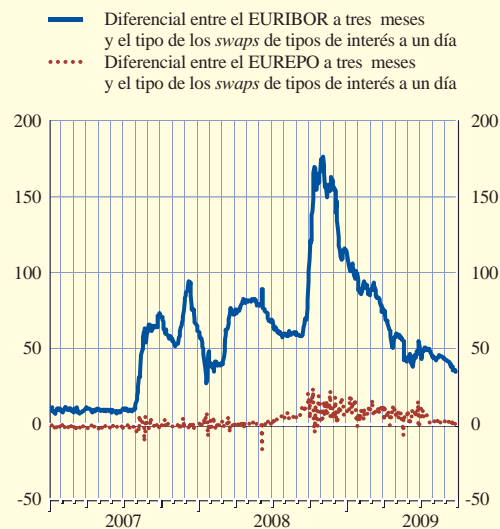
LOS DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS

Un buen punto de partida para realizar una comparación entre el funcionamiento del mercado interbancario sin garantías y el del mercado de repos es la evolución de los diferenciales de tipos de interés en estos dos mercados. Cuando comenzaron las turbulencias en agosto de 2007, el mercado monetario interbancario sin garantías resultó considerablemente afectado, y desde entonces ha permanecido bajo presión. Los diferenciales entre los tipos EURIBOR y los tipos aplicados a los *swaps* de tipos de interés a un día, que se situaban próximos a cero antes de agosto de 2007, se incrementaron hasta alcanzar niveles sin precedentes en unos pocos días. Cuando, en septiembre de 2008, las tensiones se agudizaron tras la quiebra de Lehman Brothers, los diferenciales del EURIBOR aumentaron aún más y se situaron en torno a 180 puntos básicos en el segmento a tres meses (véase gráfico 1).

Los tipos repo dependen de la calidad de los activos utilizados como garantía. Si se van a comparar los tipos repo con los tipos del mercado interbancario sin garantías, primero se debe decidir cuál de los diversos tipos repo considerar. Como la deuda pública de la zona del euro es el activo más utilizado habitualmente en el mercado de repos de la zona (véase sección 3), es razonable utilizar los tipos EUREPO en este contexto. La Federación Bancaria Europea facilita los tipos EUREPO y se refieren a repos con garantías

Gráfico 1 Diferenciales entre los tipos EURIBOR y EUREPO a tres meses y el tipo de los *swaps* de tipos de interés a un día

(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters y Federación Bancaria Europea.

genéricas en los que se utiliza deuda pública de la zona del euro como garantía. Como se observa en el gráfico 1, los diferenciales entre los tipos EUREPO y los de los *swaps* de tipos de interés a un día se mantuvieron reducidos, en promedio, hasta septiembre de 2008, antes de aumentar ligeramente tras la quiebra de Lehman Brothers y retornar a los niveles anteriores a las turbulencias en el tercer trimestre de 2009, lo que claramente indica que las turbulencias han afectado mucho menos a los tipos repo que a los tipos de interés del mercado interbancario sin garantías.

Dos factores pueden haber contribuido a la capacidad de resistencia que han mostrado los tipos EUREPO durante las turbulencias. En primer lugar, los activos de garantía de alta calidad protegen al prestamista de efectivo frente al riesgo de sufrir pérdidas financieras en caso de incumplimiento del prestatario, lo que reduce la prima de riesgo de crédito de los tipos EUREPO. En segundo lugar, al prestamista le resulta relativamente fácil reutilizar activos de garantía de calidad elevada para tomar prestados fondos en el mercado de repos o del Eurosistema en caso necesario, lo que reduce la prima de riesgo de liquidez de los tipos EUREPO. Como se analiza más adelante, estos dos aspectos desempeñan un papel menos importante cuando la calidad de los activos de garantía es menor.

VOLÚMENES

Las turbulencias han tenido un impacto significativo no solo sobre los diferenciales de los tipos de interés, sino también sobre el volumen de negociación en el mercado interbancario sin garantías. Este mercado experimentó un crecimiento fuerte y constante entre 2002 y 2007, pero se contrajo un 12%

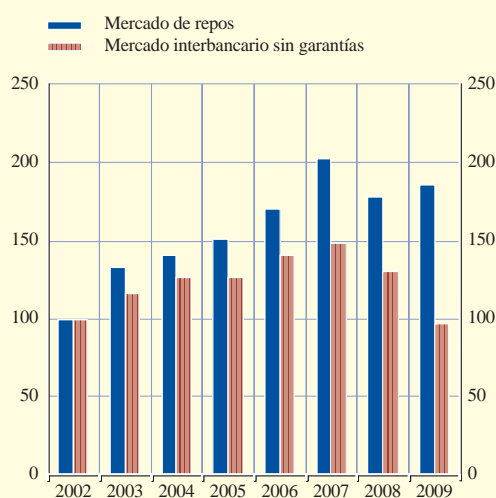
entre el segundo trimestre de 2007 (es decir, antes del inicio de las turbulencias) y el segundo trimestre de 2008, y otro 25% el año siguiente, lo que hizo que este mercado retrocediera a niveles observados por última vez en 2002 (véase gráfico 2)¹.

El mercado de repos parece haber resultado afectado en igual medida el primer año de turbulencias, pero con menos intensidad el segundo año. En general, el volumen de negociación en este mercado creció con más fuerza que el del mercado interbancario sin garantías entre 2002 y 2007, antes de retroceder aproximadamente un 12% entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2008, y el año siguiente registró un crecimiento en torno al 5%.

Los datos que se presentan en el gráfico 2 no tienen en cuenta el vencimiento de las operaciones. Un repo con vencimiento a un día y otro con vencimiento a un año se tratan de la misma manera. Por consiguiente, es importante complementar este análisis con datos sobre el volumen de negociación ponderado por el vencimiento². El volumen de negociación ponderado por el vencimiento es un indicador más adecuado del tamaño del mercado de repos que el volumen de negociación. Como muestra el gráfico 3, el volumen de negociación ponderado por el vencimiento en el mercado de repos disminuyó entre 2007 y 2008, y de nuevo entre 2008 y 2009. En el mercado interbancario sin garantías, esta medida aumentó ligeramente entre 2007 y 2008, antes de experimen-

Gráfico 2 Volumen de negociación (concesión más toma de préstamos) en el mercado monetario interbancario

(índice: 2002 = 100)



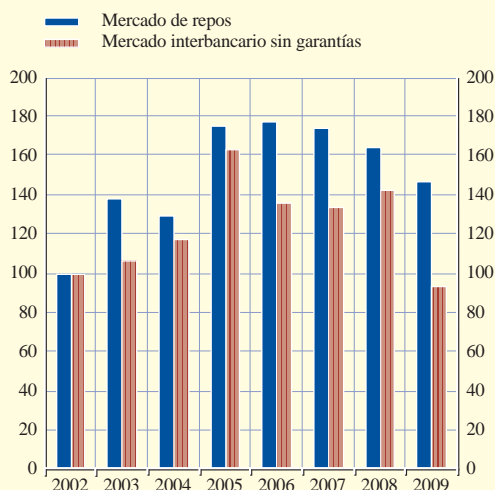
Fuente: Encuesta sobre el mercado monetario de la zona del euro, del BCE.

Nota: Panel constante de 105 entidades de crédito.

- 1 El análisis de volúmenes de negociación en los mercados interbancarios que se presenta en este artículo se basa en dos fuentes: la encuesta sobre el mercado monetario de la zona del euro que realiza el BCE y la encuesta sobre el mercado europeo de repos de la International Capital Market Association (ICMA). La primera encuesta se basa en información facilitada por un panel de entidades de crédito importantes y se realiza anualmente. Las entidades participantes en la encuesta proporcionan datos sobre sus actividades en los mercados monetarios sin garantías y en los mercados de repos durante el segundo trimestre del año de referencia. Los datos cuantitativos se refieren al volumen de negociación en el mercado interbancario (es decir, no se incluyen las operaciones entre entidades de crédito y entidades no bancarias). La encuesta sobre el mercado europeo de repos de la ICMA también se basa en los datos aportados por un panel de entidades de crédito importantes. Esta encuesta se refiere únicamente a los mercados de repos e incluye datos sobre saldos vivos de las operaciones repo (es decir, posiciones abiertas) en dos fechas específicas al año (una en junio y otra en diciembre). La encuesta se publica dos veces al año.
- 2 El volumen de negociación ponderado por el vencimiento es la suma de los volúmenes de todas las operaciones multiplicados por el número respectivo de días hasta el vencimiento.

Gráfico 3 Volumen de negociación ponderado por el vencimiento (concesión más toma de préstamos) en el mercado monetario interbancario

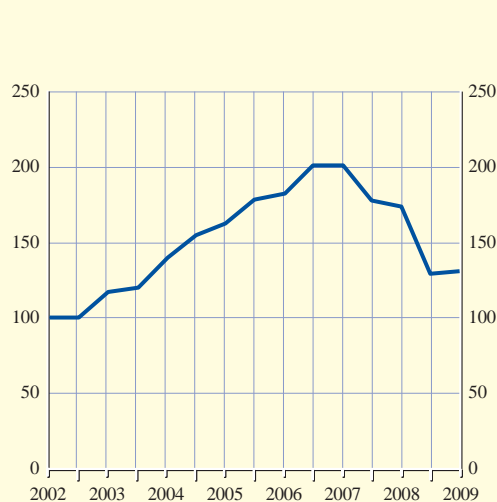
(vencimientos hasta un año; índice: 2002 = 100)



Fuente: Encuesta sobre el mercado monetario de la zona del euro, del BCE.
Nota: Panel constante de 105 entidades de crédito.

Gráfico 4 Saldos vivos (concesión más toma de préstamos) en los mercados europeos de repos

(índice: junio 2002 = 100)



Fuentes: Encuestas sobre el mercado europeo de repos de la ICMA y cálculos del BCE.
Notas: El número de entidades de crédito participantes varía de una encuesta a otra, de modo que los saldos vivos totales de las distintas encuestas no son comparables. No obstante, cada encuesta proporciona información sobre la tasa de variación de los saldos vivos de las entidades participantes en las tres encuestas más recientes. Este gráfico se ha elaborado a partir de esa información.

tar un acusado retroceso el año siguiente. El descenso total del volumen de negociación ponderado por el vencimiento entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009 fue del 16% en el mercado de repos, y de alrededor del 31% en el mercado interbancario sin garantías.

No obstante, es importante observar que los indicadores del tamaño del mercado de repos pueden ser sensibles a los cambios en la metodología aplicada. Como se ha mencionado anteriormente, el gráfico 3, que se basa en la encuesta del BCE sobre el mercado monetario en la zona del euro, muestra una caída del 16% del volumen de negociación ponderado por el vencimiento en los mercados de repos entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009. Los datos de las encuestas sobre el mercado europeo de repos realizadas por el ICMA (véase gráfico 4) indican un descenso del 35% de los saldos vivos en los mercados europeos de repos entre junio de 2007 y junio de 2009, en comparación con una disminución del 16% del volumen de negociación ponderado por el vencimiento.

En general, los datos sugieren que los volúmenes de negociación en los mercados de repos de la zona del euro han disminuido considerablemente como consecuencia de las turbulencias, pero probablemente algo menos que los volúmenes de negociación en los mercados monetarios sin garantías de la zona. ¿Cómo se puede explicar esta evolución?

Cuatro factores principales podrían explicar los descensos observados en los volúmenes de negociación en los mercados de repos. En primer lugar, después de que se desencadenaran las turbulencias, las entidades de crédito iniciaron procesos de desapalancamiento financiero. Los balances de las entidades han estado reduciéndose durante más de dos años, lo que puede haber tenido un impacto negativo sobre las actividades bancarias, especialmente sobre la concesión y la toma de préstamos. Como se muestra más adelante, esos procesos de desapalancamiento han provocado también una acusada reducción de las ventas en descubierto. En consecuencia, el volumen de negociación en el segmento de repos cubiertos por garantías especiales ha disminuido, mientras que

el mercado de repos con garantías genéricas ha tenido menos problemas. En segundo lugar, los bancos centrales han intermediado entre las entidades de crédito. El Eurosistema, por ejemplo, incrementó el volumen de crédito denominado en euros proporcionado a las entidades de contrapartida de menos de 500 mm de euros en el tercer trimestre de 2008 a más de 800 mm de euros en el último trimestre de ese año, cuando las tensiones en los mercados financieros se intensificaron. El aumento de la liquidez suministrada ha permitido que las entidades tomen más fondos prestados del Eurosistema y menos en el mercado interbancario, lo que ha generado un exceso de liquidez que se ha colocado en la facilidad de depósito del Eurosistema. Por tanto, las medidas de liquidez adoptadas por el Eurosistema han reemplazado a algunas de las operaciones del mercado interbancario. En tercer lugar, como se analizará con más detalle en la sección 3, aunque la mayor parte de los activos utilizados como garantía en el mercado de repos son de calidad relativamente elevada, en algunos segmentos de este mercado se usan activos menos líquidos. Estos activos ofrecen menos protección frente a pérdidas al prestamista de efectivo en caso de incumplimiento por parte del prestatario, y es posible que al prestamista le resulte difícil reutilizarlos. En consecuencia, la utilización de estos activos como garantía se ha vuelto más costosa (y en muchos casos, imposible) durante las turbulencias. En cuarto lugar, algunos participantes en el mercado han estado sometidos a fuertes presiones y no han conseguido tomar fondos prestados a pesar de poder proporcionar activos de garantía de alta calidad, ya que, dada la elevada incertidumbre, los prestamistas han querido evitar cualquier riesgo relacionado con la posibilidad de que las contrapartidas incumplan sus obligaciones en relación con los repos. No obstante, el hecho de que las operaciones repo estén garantizadas, en gran medida, por activos de alta calidad, es la principal razón por la que es probable que los mercados de repos se hayan visto menos afectados por las turbulencias que el mercado interbancario sin garantías.

Cabe destacar, como se señalaba en un artículo publicado en el BIS Quarterly Review³, que el mercado de repos de Estados Unidos ha experimentado más problemas que el de la zona del

euro, a lo que pueden haber contribuido tres factores principales. En primer lugar, los mercados de repos estadounidenses están dominados por importantes bancos de inversión. Estos bancos no tuvieron acceso al crédito del banco central y, en consecuencia, se vieron sometidos a presiones especialmente fuertes cuando se intensificaron las turbulencias financieras, lo que hizo que tuvieran que reducir sus actividades en los mercados de repos de forma más acusada que la mayor parte de los principales participantes europeos en estos mercados. En segundo lugar, antes de las turbulencias, los bonos de emisores no gubernamentales (especialmente, los bonos de agencias semipúblicas, los bonos de titulización hipotecaria de agencias semipúblicas y los valores de renta fija privada) desempeñaron un papel más destacado en el mercado estadounidense de repos. Después de que comenzaran las turbulencias, los mercados al contado de esos bonos experimentaron una contracción significativa, lo que hizo que hubiera pocas posibilidades de utilizar estos bonos como garantía en los mercados de repos. Esto dio lugar a una fuerte demanda —y a una escasez relativa— de bonos del Tesoro de Estados Unidos y a un aumento de los fallos de liquidación del Tesoro en torno a marzo de 2008 y después de la quiebra de Lehman Brothers. Para mitigar estos problemas, la Reserva Federal introdujo un mecanismo de préstamo a plazo de valores (*Term Securities Lending Facility*) en marzo de 2008. Este mecanismo permite que las entidades de contrapartida cambien determinados valores menos líquidos por deuda pública. En tercer lugar, el Eurosistema siempre ha aceptado una amplia gama de activos (particularmente, bonos de emisores no gubernamentales) como garantía. Por tanto, las entidades de contrapartida del Eurosistema han podido aportar activos menos líquidos como garantía en las operaciones del Eurosistema y conservar los activos más líquidos para usarlos en el mercado interbancario de repos (véase recuadro 2). En Estados Unidos, antes de que se desencadenaran las turbulencias, en la mayor parte de las operaciones de la Reserva Federal se exigía a las entidades que utilizaran deuda

3 P. Hørdahl y M. R. King, «Developments in repo markets during the financial turmoil», BIS Quarterly Review, diciembre de 2008.

pública y otros activos muy líquidos, de forma que estos activos no podían usarse en el mercado de repos, pero esto cambió durante las perturbaciones con la introducción de nuevas facilidades para los bonos menos líquidos por parte de la Reserva Federal.

VENCIMIENTOS

Inicialmente, la evidencia anecdótica sugería que los mercados monetarios a plazo (es decir, los mercados de operaciones con vencimiento a más de un día) habían resultado más afectados por las turbulencias que el mercado a un día. Ciertamente, en algunas ocasiones los mercados monetarios a plazo fueron descritos como mercados completamente ilíquidos por los participantes en el mercado. Esta valoración se basaba principalmente en la observación de que, durante las turbulencias, los diferenciales del mercado monetario sin garantías habían aumentado mucho más en los plazos más largos que en los plazos más cortos de la curva de rendimientos del mercado monetario.

No obstante, según la publicación, «Money Market Survey» del BCE, el plazo medio de vencimiento de las operaciones repo hasta un año aumentó de 6,6 días en el segundo trimestre de 2007 a 7,2 días un año después, y solo posteriormente disminuyó hasta situarse en 6,1 días en el segundo trimestre de 2009. En el mercado monetario sin garantías, el vencimiento medio era de 5,2 días, 6,2 días y 5,5 días en ese mismo período, lo que, en cierta medida, contradice la evidencia anecdótica de que los plazos de vencimiento se han reducido.

Esto puede ser un reflejo de: (i) la necesidad de las entidades de crédito de ocuparse de la estructura de vencimientos de sus pasivos, y (ii) las operaciones de los bancos centrales. Antes de las turbulencias, muchas entidades solían refinanciar activos a largo plazo utilizando pasivos a corto plazo, que luego debían renovarse periódicamente. No obstante, durante las turbulencias, esta estrategia resultó ser arriesgada, ya que la renovación de préstamos no ha sido tan fácil como antes. En consecuencia, la demanda de financiación interbancaria a más largo plazo se ha incrementado, pese a los

diferenciales más elevados que hay que pagar por esos fondos, lo que provocó un aumento de los plazos medios de vencimiento en el mercado interbancario el primer año de las turbulencias, a pesar de las reticencias de las entidades de crédito que disponían de más efectivo a prestar fondos a más de una semana. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el Eurosistema comenzó a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de suministro de liquidez, incluidas las operaciones a plazo más largo con vencimiento hasta un año. Esto ha permitido que las entidades de crédito con volúmenes suficientes de activos de garantía admitidos tomen prestados los fondos que hayan necesitado del Eurosistema al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE. Esta medida ha eliminado el riesgo de refinanciación para la mayor parte de las entidades, y puede explicar la reducción de los plazos medios de vencimiento observada entre 2008 y 2009.

3 EL IMPACTO DE LAS TURBULENCIAS SOBRE DIFERENTES SEGMENTOS DEL MERCADO DE REPOS

REPOS CON GARANTÍAS GENÉRICAS Y REPOS CUBIERTOS POR GARANTÍAS ESPECIALES

Como se describe en el recuadro 1, los repos con garantías genéricas se utilizan principalmente para obtener financiación (es decir, están motivados por la búsqueda de efectivo), mientras que los repos cubiertos por garantías especiales con frecuencia están motivados por la búsqueda de valores y forman parte de estrategias de venta en descubierto. A raíz de las turbulencias, el motivo financiación ha adquirido mayor importancia, mientras que las actividades de venta en descubierto han disminuido considerablemente. Por ejemplo, la proporción de repos con garantías genéricas en el volumen total de negociación de repos aumentó desde el 5% registrado antes de las turbulencias a casi el 30%, en el segundo trimestre de 2009, en las tres plataformas electrónicas de negociación de repos: BrokerTec, MTS y Eurex Repo (véase gráfico 5)⁴. Los participantes en el mercado tam-

4 Actualmente, casi el 30% de los repos se negocia a través de plataformas electrónicas de negociación.

Gráfico 5 Repos con garantías genéricas en porcentaje del volumen de negociación total de repos en plataformas electrónicas

(en porcentaje)



Fuentes: BrokerTec, MTS y Eurex Repo.

Notas: No se incluye el fondo común de activos de garantía genéricos de Eurex Repo.

bién confirman que el número de bonos considerados «especiales» ha descendido desde agosto de 2007. Esto indica que la disminución de la actividad en los mercados de repos descrita en la sección anterior no es solo consecuencia de la caída de las ventas en descubierto. Por tanto, es posible que las turbulencias hayan provocado un cambio estructural hacia el motivo financiación en el mercado de repos.

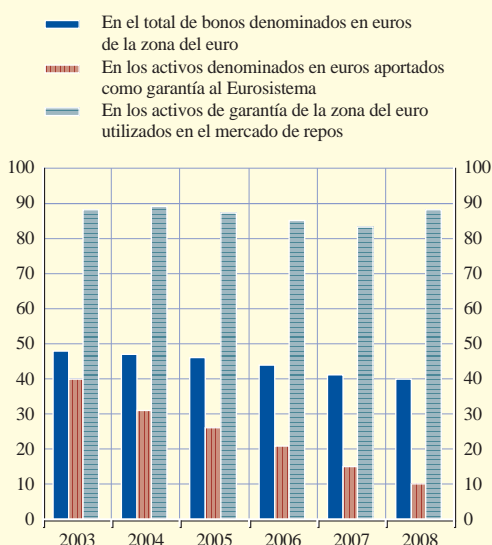
Esta conclusión no debería resultar sorprendente, ya que dos factores han desempeñado un destacado papel en la estrategia de las entidades de crédito durante las turbulencias. En primer lugar, como ya se ha indicado, las entidades de crédito han tenido que iniciar procesos de desapalancamiento y, en consecuencia, han reducido sus ventas en descubierto. En segundo lugar, han tenido que obtener financiación, algo que ha resultado difícil de conseguir con condiciones aceptables en el mercado monetario sin garantías. Los repos con garantías genéricas han demostrado ser una alternativa relativamente buena en la medida en que ha sido posible utilizar activos de garantía de alta calidad. El mercado de repos en su conjunto ha experimentado una contracción, pero puede que el segmento de repos con garantías genéricas haya reemplazado, hasta cierto punto, al mercado monetario sin garantías.

LOS REPOS DE DEUDA PÚBLICA FRENTE A LOS REPOS DE CRÉDITO

Al realizar un análisis de los mercados de repos durante las turbulencias, se han de tener en cuenta los distintos tipos de activos que se utilizan como garantía en estos mercados. En principio, se puede utilizar cualquier tipo de valor. No obstante, una amplia mayoría (80%-90%) de los activos de garantía de los repos en Europa corresponde a deuda de las administraciones centrales (véase gráfico 6). En comparación, solo el 40% del saldo vivo total de los bonos denominados en euros era deuda de las administraciones centrales de la zona del euro en 2008. Se ha de observar que, aunque la participación de la deuda pública en los mercados de bonos de la zona del euro en su conjunto (y, concretamente, de los activos de garantía aportados al Eurosistema) continuó disminuyendo entre 2007 y 2008, no fue este el caso del mercado de repos, donde la deuda de las administraciones centrales representaba el 83% del mercado al final de 2007 y el 88% al final de 2008. Es lógico suponer que

Gráfico 6 Porcentaje de deuda pública denominada en euros de las administraciones centrales de la zona del euro

(en porcentaje)

Fuentes: Encuestas sobre el mercado europeo de *repos* de la ICMA, BCE y cálculos del BCE.

Nota: Los datos sobre los activos de garantía del Eurosistema se refieren a medias anuales. Los demás datos se refieren al mes de diciembre del año de referencia.

esta tendencia hacia la utilización de deuda pública como garantía en los mercados de repos refleja una búsqueda de activos de garantía de alta calidad como consecuencia de la intensificación de las tensiones que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers. Dado que los planes financieros introducidos por los gobiernos para atenuar los efectos de la recesión y ofrecer apoyo al sistema financiero condujeron a un aumento de la emisión de deuda pública, y que es posible que las entidades de crédito necesiten tener más deuda pública como reserva de liquidez para el futuro, es probable que el porcentaje de deuda pública utilizada como garantía en los mercados de repos siga siendo considerable en los próximos años.

Otras indicaciones de que las turbulencias registradas en los mercados financieros han tenido un impacto sobre el tipo de activos de garantía utilizados en el mercado interbancario de repos están relacionadas con el mercado de repos tripartitos. Un repo tripartito es un repo en el que el prestamista y el prestatario de efectivo subcontratan la gestión de los activos de garantías a un tercero especializado, el agente tripartito. El prestatario y el prestamista acuerdan la cesta de activos que se pueden usar como garantía. A continuación, el agente establece y actualiza los precios de los activos y determina qué activos se utilizarán, y lo hace así fundamentalmente con el objetivo de reducir los costes asociados a los activos de garantía del prestatario.

El porcentaje de activos ilíquidos utilizados en los repos tripartitos es muy superior al de otros repos entre los participantes en el mercado, y ello se debe a que los agentes de los repos tripartitos se especializan en la fijación del precio de activos ilíquidos. Dos de los principales agentes tripartitos en Europa son Euroclear Bank y Clearstream Banking Luxembourg, los dos depositarios centrales de valores internacionales (DCVI). En su calidad de entidades de liquidación, los DCVI pueden obtener información detallada sobre los precios de los activos a partir de sus propios datos sobre liquidación.

Ciertamente, los valores estructurados como los bonos de titulización de activos representan una

proporción considerable de los activos de garantía en los repos tripartitos. Sin embargo, como confirman los datos de Clearstream Banking Luxembourg, las turbulencias redujeron la cuota de valores estructurados del 35% en junio de 2007 al 25% en septiembre de 2007. Además, la participación de la deuda pública en el total de repos tripartitos declarados para la encuesta sobre el mercado de repos europeos de la ICMA ha aumentado desde entre el 20% y el 30% antes de las turbulencias hasta el 53% en junio de 2009. Esta evolución puede reflejar la opinión expresada por muchos participantes en el mercado de que ha sido imposible (incluso para los agentes tripartitos) establecer precios adecuados para los valores estructurados y para muchos otros valores del sector privado. En consecuencia, estos activos se han utilizado con menos frecuencia y han sido reemplazados por activos más líquidos para los que pueden encontrarse precios de mercado fiables.

Estas interpretaciones se ven respaldadas, en gran medida, por la evolución de los recortes aplicados a los activos de garantía utilizados en los repos y de los diferenciales de los tipos repo de distintos tipos de activos de garantía durante las turbulencias. Los recortes han aumentado para la mayor parte de clases de activos, pero se han registrado incrementos especialmente acusados en el caso de los valores estructurados, en los que se han observado recortes de hasta el 100%, lo que significa que estos activos ya no han podido utilizarse como garantía⁵. Los fondos de inversión libre y otros prestatarios sin calificación crediticia han sido los más afectados, pero incluso los recortes exigidos a entidades de crédito importantes han experimentado un aumento significativo.

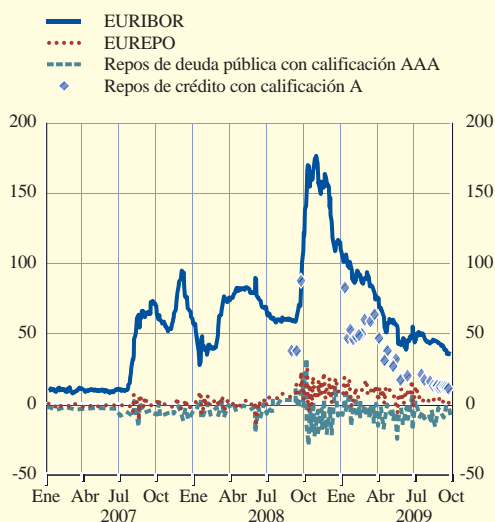
En el gráfico 7 se muestran los diferenciales de los tipos de los repos con garantías genéricas para diferentes tipos de activos. Como se ha mencionado anteriormente, los diferenciales del EUREPO se han mantenido relativamente próximos a cero durante las turbulencias, mientras que los diferencia-

5 Véase, por ejemplo, la sección 5 de la publicación del BCE titulada «EU banks' funding structure and policies», mayo de 2009.

6 Los repos de crédito se garantizan utilizando valores del sector privado en lugar de deuda pública.

Gráfico 7 Diferenciales con respecto a los tipos de los swaps de tipos de interés a un día, a tres meses

(puntos básicos)



Fuentes: Thomson Reuters, Federación Bancaria Europea y JP Morgan (para los tipos de los repos de crédito).

Nota: Los tipos de interés de los repos de crédito con calificación A únicamente están disponibles para fechas con intervalos infrecuentes con anterioridad a agosto de 2009.

les del EURIBOR se situaron en niveles por encima de 150 puntos básicos tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, los diferenciales de los repos de créditos con calificación A⁶ se mantuvieron bastante próximos a los del EURIBOR durante varios meses tras la quiebra de Lehman Brothers. Los diferenciales de los repos de crédito se asemejan más a los registrados en el EURIBOR que a los observados para el EUREPO.

Estas conclusiones son acordes con la evolución observada en los activos de garantía utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema. El artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC establece que todo el crédito que proporcione el Eurosistema debe estar garantizado. El Eurosistema acepta una amplia gama de activos como garantía, incluida deuda de las administraciones centrales y regionales, valores de renta fija privada, bonos garantizados (*covered bonds*) y bonos simples de entidades de crédito, bonos de titulización de activos y activos no negociables, como créditos (es decir, préstamos bancarios). En octubre y noviembre de 2008, el Eurosistema amplió tempo-

ralmente la lista de activos admitidos como garantía, con el fin de complementar la política de adjudicación plena a tipo de interés fijo aplicada en todas las operaciones de mercado abierto realizadas desde entonces⁷. Los activos deben cumplir una serie de criterios para ser admitidos como garantía en las operaciones del Eurosistema. Estos criterios se describen en la Documentación General del BCE⁸. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista con todos los activos negociables admitidos. La decisión de qué activos de esa lista utiliza una entidad de crédito como garantía del crédito proporcionado por el Eurosistema queda, en gran medida, a discreción de la entidad en cuestión⁹.

Como muestra el gráfico 6, la participación de la deuda de las administraciones centrales en los activos utilizados como garantía en las operaciones del Eurosistema ha descendido continuamente durante los seis últimos años. Además, el porcentaje de valores estructurados ha aumentado, en particular desde que comenzaron las turbulencias. Por tanto, la tendencia observada en la composición de los activos de garantía depositados en el Eurosistema es la opuesta a la registrada para los activos de garantía en los mercados de repos. En el recuadro 2 se presenta un análisis de esta observación.

Por último, volviendo al gráfico 7, se ha de señalar que los diferenciales de los repos de deuda pública durante las turbulencias han dependido, en gran parte, del gobierno emisor, especialmente en los dos primeros trimestres de 2009. Fue en esa época cuando los diferenciales de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro frente a la deuda pública alemana se ampliaron considerablemente, ya que, en ocasiones, los participantes en el mercado cuestionaron la solvencia de algunos Gobier-

7 Véanse las notas de prensa del BCE de 15 de octubre de 2008 y de 7 de mayo de 2009. Entre los activos admitidos a partir de octubre y noviembre de 2008 se incluyen instrumentos de renta fija negociables denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas y yenes japoneses, así como activos con una calificación entre A- y BBB-.

8 Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, noviembre de 2008.

9 El Eurosistema aplica límites de concentración de activos de garantía a la utilización de bonos simples de entidades de crédito y no permite que una entidad de crédito utilice activos como garantía si la entidad tiene «vínculos estrechos» con el emisor de esos activos.

nos de la zona, como consecuencia de las importantes intervenciones que realizaron. Como muestra el gráfico 7, los diferenciales de los repos de deuda pública con calificación AAA fueron inferiores a los diferenciales de los tipos EUREPO durante ese período. Como se ha indicado anteriormente, los tipos EUREPO están relacionados con las operaciones con repos con garantías genéricas en las que se utilizan deuda pública de la zona del euro como garantía, incluida deuda con calificación in-

ferior a AAA. Los diferenciales de los repos de deuda pública con calificación AAA experimentaron un ligero descenso cuando las turbulencias alcanzaron su máxima intensidad y se situaron en niveles negativos, lo que indicaba que existía una considerable demanda de este tipo de valores en el mercado de repos en esos momentos y reflejaba la percepción de que incluso las operaciones de préstamo a un día sin garantías implicaban cierto grado de riesgo de crédito.

Recuadro 2

LA UTILIZACIÓN DE ACTIVOS DE GARANTÍA EN LOS MERCADOS DE REPOS Y EN LAS OPERACIONES DE CRÉDITO DEL EUROSISTEMA

La cuestión de qué activos se van a utilizar como garantía en las operaciones repo entre agentes privados es algo que se debe negociar, al igual que los recortes y el tipo repo. En principio, las dos partes pueden alcanzar un acuerdo sobre cualquier activo transferible. No obstante, en la mayor parte de los casos únicamente se usan activos muy líquidos (especialmente, deuda de las administraciones centrales).

¿Por qué casi nunca se utilizan activos menos líquidos, como valores de renta fija privada y bonos de titulización de activos? Puede argumentarse que estos conllevan un nivel menor de protección para el prestamista de efectivo. Los activos ilíquidos son difíciles de valorar a precios de mercado, de modo que es probable que durante la vida del repo se produzcan errores de valoración, e, incluso si los activos se han valorado correctamente, el precio de liquidación de los activos ilíquidos puede ser muy inferior al precio de mercado anterior. Por tanto, si el prestatario incumple sus obligaciones, puede que el prestamista venda los activos de garantía ilíquidos asumiendo pérdidas.

No obstante, esta línea argumental no es completa, ya que los recortes aplicados a los activos ilíquidos se pueden incrementar para asegurar que el prestamista no está menos protegido de lo que estaría si se utilizara deuda de las administraciones centrales como garantía. Por consiguiente, no necesariamente es cierto que los activos ilíquidos conllevan un nivel menor de protección para el prestamista.

Para completar esta línea argumental, se ha de observar que es posible que el prestatario no esté dispuesto a aceptar recortes significativos, ya que estos implican costes adicionales para él en términos de los activos de garantía, pero ¿cuáles son los costes que conllevan activos de garantía muy ilíquidos como los bonos de titulización de activos?

En este contexto, es importante tener presente que el prestatario no es la única parte que podría incumplir sus obligaciones. Naturalmente, el prestamista también podría incurrir en incumplimiento. En caso de incumplimiento por parte del prestamista en una operación repo, los activos de garantía no suelen devolverse al prestatario. La operación se dará por terminada cuando se anuncie el incumplimiento y los activos de garantía se valorarán. Si el valor de estos activos supera el valor en efecti-

vo, el prestatario conservará el efectivo, pero todavía tendrá un activo neto frente al prestamista, que puede perderse en parte o en su totalidad. El activo neto esperado y, por tanto, las pérdidas potenciales serán superiores cuando los recortes sean significativos. En consecuencia, el prestatario será reacio a aceptar recortes elevados. Por tanto, las pérdidas adicionales esperadas causadas por la aceptación de recortes más elevados pueden interpretarse como costes de los activos de garantía¹.

En consecuencia, es posible que el prestatario quiera proporcionar activos ilíquidos como garantía, a condición de que el prestamista acepte recortes reducidos. No obstante, normalmente el prestamista no aceptará recortes reducidos para activos de garantía ilíquidos. Por consiguiente, las dos partes acordarán utilizar primero los activos más líquidos como garantía, con recortes relativamente reducidos. Los activos menos líquidos únicamente se utilizarán si el prestatario no dispone de más activos líquidos.

Esta explicación sobre la elevada proporción de deuda de las administraciones centrales utilizada como garantía en los mercados de repos se basa en el supuesto de que existe la posibilidad de que el prestamista de efectivo incumpla sus obligaciones. Si no existe la posibilidad de que el prestamista incurra en incumplimiento, puede que el prestatario sea menos reacio a aceptar la aplicación de recortes significativos a los activos menos líquidos. Esto lleva a la conclusión de que es posible que las entidades de crédito prefieran utilizar activos menos líquidos como garantía en las operaciones con el banco central, una institución que difícilmente incumplirá sus obligaciones, incluso si los recortes aplicados por el banco central a esos activos son relativamente elevados. Además, esta estrategia permite que las entidades dispongan de más activos líquidos para sus operaciones de préstamo en el mercado privado de repos.

1 Para un análisis más detallado, véase C. Ewerhart y J. Tapking, «Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis», Working Paper n.º 909 del BCE, 2008.

COMPENSACIÓN A TRAVÉS DE UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Una importante estrategia orientada a reducir algunos de los riesgos derivados de las operaciones repo es el uso de entidades de contrapartida central (ECC). Las ECC son entidades que ofrecen lo que se denomina «novación»: cuando dos partes formalizan una operación repo, la ECC se interpone entre las partes y el repo original se reemplaza por dos nuevas operaciones, una entre el prestatario de efectivo y la ECC (en la que la ECC recibe activos de garantía del prestatario y le presta fondos a este), y otra entre la ECC y el prestamista de efectivo (en la que la ECC aporta activos de garantía y recibe fondos del prestamista). Incluso si una de las partes de la operación original no cumple sus obligaciones (en relación con la ECC), la otra parte todavía no tendrá pérdidas, ya que la operación entre la segunda parte y la ECC se liquidará. Únicamente si la ECC no atiende sus obligaciones podrían sufrir pérdidas las partes que no han incurrido en incumplimiento. No obstante, las probabilidades de que

esto suceda son muy escasas, ya que las ECC son instituciones muy seguras, que aplican rigurosas medidas de gestión de riesgos.

Para el prestamista de efectivo, la idea de que la compensación sea realizada por una ECC es atractiva, en principio, si existe un riesgo significativo de que el prestatario no cumpla sus obligaciones y de que el valor en efectivo de la operación repo (incluidos los intereses) supere el valor de liquidación de los activos de garantía (medidos, por ejemplo, por el precio de oferta) en el momento en que se produzca el incumplimiento. Al prestatario de efectivo, la liquidación por una ECC le resulta interesante si existe un riesgo considerable tanto de que el prestamista incurra en incumplimiento como de que el valor de recompra de los activos de garantía (medido, por ejemplo, por el precio de demanda) supere el valor en efectivo. Por tanto, es concebible que el porcentaje de repos compensados a través de una ECC se incremente cuando: (i) la probabilidad de incumplimiento aumente, y (ii) los activos de garantía se

tornen más ilíquidos¹⁰. Como consecuencia de las turbulencias financieras, los participantes en el mercado tienen un poderoso incentivo para reducir el riesgo de crédito en sus operaciones a través de un mayor recurso a la compensación a través de una ECC, y en Europa y Estados Unidos se está sometiendo a consideración la regulación para canalizar las operaciones de los mercados OTC que estén estandarizadas hacia la compensación a través de una ECC.

La encuesta sobre el mercado de repos europeo que realiza la ICMA proporciona información sobre el porcentaje de repos negociados (anónimamente) en un sistema electrónico de negociación y compensados en una ECC. Estos repos representaron entre el 9% y el 15% de las operaciones repo en las cuatro encuestas llevadas a cabo antes de las perturbaciones, y entre el 10% y el 18% en el período transcurrido desde el comienzo de las turbulencias hasta la actualidad, con un máximo del 18% en diciembre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers. A partir de junio de 2008, la encuesta de la ICMA también ha proporcionado información sobre el porcentaje de repos liquidados en una ECC, incluidos los repos no negociados en plataformas electrónicas. Este porcentaje se situaba en el 24% en junio de 2008, aumentó hasta el 33% en diciembre de 2008 y era del 32% en junio de 2009. Por tanto, estos datos confirman que la compensación a través de ECC experimentó un ligero incremento durante las turbulencias, como consecuencia de la mayor preocupación acerca del riesgo de crédito de contraparte, que también ha afectado al mercado de repos.

4 RESUMEN Y PERSPECTIVAS

Dos tendencias principales han caracterizado al mercado europeo de repos durante las turbulencias registradas en los mercados financieros: la búsqueda de calidad y la creciente importancia del motivo financiación. Esa búsqueda de calidad puede verse en el aumento del porcentaje de deuda pública utilizada como garantía en los mercados de repos y en la mayor utilización de las ECC. El hecho de que los repos con garantías genéricas se hayan incrementado en relación con los repos cubiertos por garantías especiales indica que este

mercado se está utilizando de manera creciente como mercado de financiación y que puede haber reemplazado al mercado monetario sin garantías en algunas actividades. No obstante, es obvio que el mercado de repos ha experimentado dificultades como consecuencia de las turbulencias.

La interrelación entre las operaciones de política monetaria del Eurosistema y los mercados de repos se ha hecho más estrecha durante las turbulencias. Por un lado, el aumento de los volúmenes de liquidez proporcionada en las operaciones de política monetaria ha hecho que esas operaciones sustituyan a algunas operaciones repo en el mercado interbancario y, por tanto, han causado un impacto negativo sobre el volumen de negociación. Por otro, el hecho de que el Eurosistema acepte una amplia gama de activos como garantía en sus operaciones ha contribuido a mejorar la disponibilidad de activos de garantía de alta calidad en el mercado interbancario de repos.

Una cuestión importante está relacionada con la medida en que las tendencias surgidas en los mercados de repos a raíz de las turbulencias se corregirán cuando finalicen las perturbaciones. Es posible que los bonos de emisores no gubernamentales recuperen su destacado papel como activos de garantía cuando sean suficientemente líquidos. No obstante, puede que los requisitos en lo que respecta a la liquidez de los activos utilizados como garantía en el mercado interbancario de repos se vuelvan más estrictos en el futuro. De igual modo, puede que las entidades de crédito vuelvan pronto a las ventas en descubierto. Sin embargo, dadas sus ventajas en cuanto a la gestión de los riesgos de crédito y de liquidez de las entidades, puede que los repos se utilicen más con fines de financiación que con anterioridad a agosto de 2007. Ciertamente, el mercado de repos podría ser uno de los mercados que adquieran mayor relevancia a medio plazo como consecuencia de las turbulencias.

¹⁰ La volatilidad del precio podría desempeñar un papel menos importante que la liquidez de los activos, ya que los ajustes a precios de mercado y los ajustes de los márgenes de garantía que se realizan con frecuencia deben garantizar que el valor de los activos de garantía medidos por el precio medio (es decir, el promedio entre el precio de oferta y el precio de demanda) sea siempre muy próximo al valor en efectivo.

LOS MERCADOS DE INMUEBLES COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO Y SU IMPACTO EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ARTÍCULOS

Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito

La evolución de los mercados de inmuebles comerciales es importante para las entidades de crédito de la zona del euro, principalmente porque los préstamos inmobiliarios comerciales representan una parte considerable de los activos de muchos bancos y tienden a ser más volátiles que otros tipos de préstamos. La situación de estos mercados se ha deteriorado en la mayoría de los países de la zona del euro desde 2008, y en los últimos trimestres se ha intensificado esta evolución desfavorable. En este artículo se ofrece una panorámica de los mercados de inmuebles comerciales en la zona del euro, se examinan determinados aspectos de su comportamiento reciente y se presentan algunos datos sobre las exposiciones garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales de las entidades de crédito de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

La historia ha mostrado que los ajustes desordenados en los mercados de inmuebles comerciales pueden desempeñar un importante papel en las crisis financieras, como ocurrió en los países nórdicos, en Estados Unidos a comienzos de los años noventa y en algunas economías asiáticas a finales de la misma década.

La evolución de los mercados de inmuebles comerciales puede afectar sustancialmente a la estabilidad financiera a través de distintos canales¹. En primer lugar, una proporción significativa de activos de numerosas entidades de crédito de la zona del euro incluyen préstamos inmobiliarios comerciales. Una caída de los precios y de los alquileres de estos inmuebles debilita la capacidad de las sociedades inmobiliarias de obtener rendimientos de los inmuebles y, por tanto, de reembolsar la deuda, y también reduce el valor de las garantías hipotecarias. En el caso de que el prestatario no pueda atender el pago, el valor de las garantías puede que tenga que realizarse por un importe inferior al del préstamo. En segundo lugar, los préstamos a la inversión en inmuebles comerciales suelen ser más volátiles que muchos otros tipos de préstamos en la cartera de créditos de los bancos. En tercer lugar, los ajustes en los precios de los inmuebles comerciales pueden tener, asimismo, un efecto indirecto en el balance de las entidades de crédito, dada su incidencia negativa sobre la economía real. En cuarto lugar, el descenso de los precios de los inmuebles comerciales puede tener un impacto directo en el balance de los bancos, pues estos pueden ser propietarios de inmuebles. En quinto lugar, los inversores instituciona-

les, como las empresas de seguros, los fondos de pensiones, los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las empresas de capital inversión, que desempeñan todos ellos distintas e importantes funciones en el sistema financiero, realizan en ocasiones cuantiosas inversiones en los mercados de inmuebles comerciales, tanto directa como indirectamente.

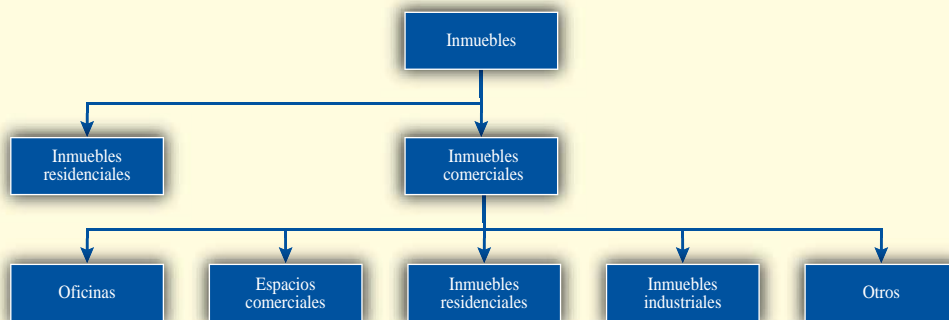
En la sección 2 se presenta una panorámica de los mercados y de las sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro. En la sección 3 se examina la evolución reciente y las perspectivas de los mercados y sociedades mencionados. En la sección 4 se analizan las exposiciones garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales de las entidades de crédito de la zona del euro, dado que este puede considerarse el canal principal a través del cual una evolución adversa en los mercados de inmuebles comerciales puede incidir negativamente sobre la estabilidad financiera. Las conclusiones se presentan en la sección 5.

2 PANORÁMICA DE LOS MERCADOS Y LAS SOCIEDADES DE INMUEBLES COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO

Los inmuebles comerciales incluyen distintos inmuebles generadores de renta, como edificios de oficinas, restaurantes, centros comerciales, hoteles, parques industriales, almacenes, fábricas e inmue-

1 Estos riesgos también se han subrayado en BCE, «Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», diciembre de 2008, y BCE, «Commercial property investment and financial stability», *Financial Stability Review*, diciembre de 2007.

Gráfico 1 Tipos de inmuebles



Nota: Los inmuebles utilizados con fines residenciales se denominan inmuebles comerciales cuando se poseen o se promocionan con fines comerciales.

bles residenciales cuya propiedad es, por ejemplo, de una sociedad inmobiliaria (véase gráfico 1).

Las sociedades de inmuebles comerciales pueden definirse como empresas cuya actividad es la tenencia, la promoción y la construcción de inmuebles generadores de renta, incluidos el alquiler, la gestión y la compraventa de dichos inmuebles.

Los inmuebles utilizados con fines residenciales, como las viviendas multifamiliares, se denominan inmuebles comerciales cuando, por ejemplo, son propiedad o los promociona con fines comerciales una sociedad inmobiliaria o un inversor institucional.

TAMAÑO DEL MERCADO DE INMUEBLES COMERCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Resulta difícil estimar adecuadamente el tamaño de los mercados de inmuebles comerciales en la zona del euro o a escala mundial, debido a que en muchos países su carácter es fragmentado y ligeramente opaco. Algunas estimaciones situaban el tamaño total de estos mercados en la zona en torno a los 4,4 billones de euros en 2008 (véase gráfico 2). Dentro de la zona, Alemania cuenta con el mercado de mayor tamaño, con un 28% del total del mercado de la zona, seguida de Francia, con un 20%, y de Italia, con el 17%.

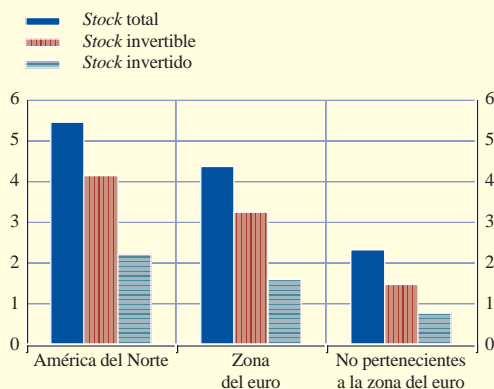
El *stock* total de inmuebles comerciales puede dividirse en varias categorías a fin de reflejar en

qué medida el inmueble puede ser comprado o vendido por los inversores (véase cuadro 1). El tamaño de la parte «invertible» del mercado de la zona del euro se estima que está en torno a los 3,2 billones de euros, es decir, el 74% del total del mercado (véase gráfico 2). Esta parte no constituye todo el mercado, debido a que no todos los inmuebles pueden ser vendidos por los propietarios, como algunos edificios pertenecientes al Estado, por ejemplo, hospitales, escuelas e inmuebles de naturaleza similar.

Dentro de la parte «invertible» de los mercados de inmuebles comerciales, cabe separar el porcentaje

Gráfico 2 Tamaño de los mercados de inmuebles comerciales en Europa y América del Norte

(2008; billones de euros)



Fuentes: DTZ y RREEF Research.

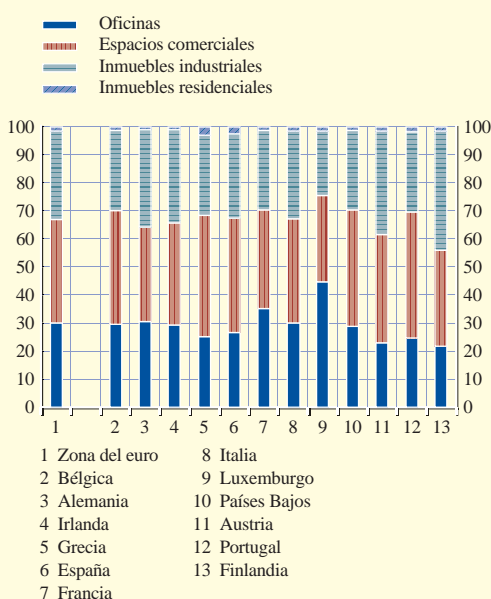
Cuadro 1 Stock de inmuebles comerciales invertibles e invertidos

Stock de inmuebles invertibles	= porcentaje del « stock total de inmuebles » con calidad de grado de inversión, que puede venderse a inversores profesionales o que está actualmente ocupado por el propietario, pero que puede estar disponible para su venta en un período posterior.
Stock de inmuebles invertidos	= porcentaje del « stock de inmuebles que puede ser objeto de inversión » que no está ocupado por el propietario y que pertenece a inversores inmobiliarios con fines de inversión.

que está «invertido», es decir, los inmuebles que pertenecen a inversores profesionales y no están ocupados por los propietarios. Este porcentaje corresponde al *stock* del mercado que es relativamente más «líquido». Se estima que el tamaño total del mercado «invertido» de la zona del euro se sitúa en torno a los 1,6 billones de euros, es decir, el 37% del total del mercado (véase gráfico 2). Este porcentaje varía considerablemente de un país a otro,

Gráfico 3 Tamaño de los distintos tipos de inmuebles comerciales en la zona del euro y en algunos países de la zona

(2008; en porcentaje del total)



Fuentes: RREEF Research y cálculos del BCE.

oscilando entre el 14% y el 80%, lo que refleja los distintos tipos de inmuebles en propiedad existentes en los países de la zona del euro.

Además de la variación existente en los mercados de la zona del euro en cuanto al tamaño, también se observan diferencias en lo que se refiere al tamaño relativo de cada uno de los principales tipos de inmuebles comerciales, que incluyen fundamentalmente oficinas, espacios comerciales y viviendas residenciales multifamiliares. En los países de la zona, el segmento minorista suele ser el más grande, y representa alrededor del 37% del total. Las oficinas y los inmuebles industriales suponen en torno al 30% cada uno (véase gráfico 3).

SOCIEDADES INMOBILIARIAS DE LA ZONA DEL EURO

La actividad comercial de las sociedades inmobiliarias de la zona del euro abarca una diversidad de áreas relacionadas con los inmuebles. Así pues, la definición de sociedad inmobiliaria es un concepto bastante amplio.

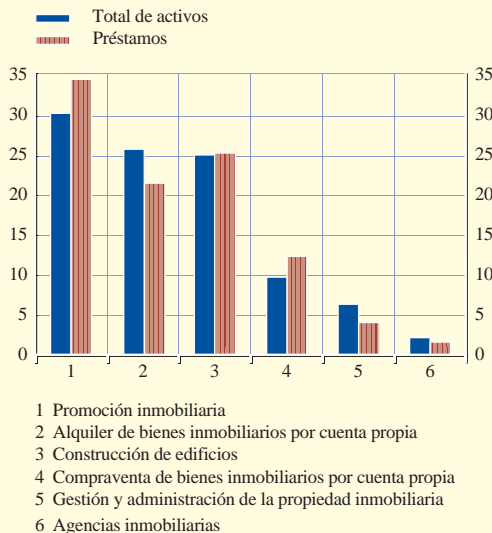
Las sociedades inmobiliarias cuya actividad es la promoción², el alquiler, la gestión o la construcción de edificios mantienen más del 80% del total de activos de las empresas inmobiliarias de la zona del euro. Las sociedades cuyo objeto es la compraventa de inmuebles representan un 10% adicional, y a las empresas de gestión inmobiliaria y agencias inmobiliarias les corresponde el porcentaje restante (véase gráfico 4). No hace falta decir que muchas sociedades inmobiliarias operan en varias áreas a la vez.

El tamaño relativo de estas sociedades, cuando se calcula con respecto al total de préstamos, equivale aproximadamente al de la distribución del total de activos (véase gráfico 4). Las mayores exposiciones crediticias de los bancos son frente a los promotores inmobiliarios y a las empresas constructoras, aunque el tamaño de los distintos sectores inmobiliarios varía significativamente entre los distintos países de la zona del euro. No obstante,

2 Incluye la promoción inmobiliaria de edificios residenciales y no residenciales aunando los medios financieros, técnicos y físicos para terminar la construcción de edificios con el fin de venderlos posteriormente.

Gráfico 4 Tamaño relativo de los distintos tipos de sociedades de inmuebles comerciales en la zona del euro

(2008; en porcentaje del total)



Fuentes: Bureau van Dijk (Amadeus) y cálculos del BCE.
Notas: Los datos abarcan casi 31.000 empresas de la zona del euro. Esta clasificación sigue la Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea.

te, es complicado obtener datos de estos segmentos de préstamos inmobiliarios comerciales, pues con frecuencia están agrupados con otros segmentos bajo la categoría más amplia de «construcción», que también incluye los préstamos a las empresas constructoras de vías férreas y de autopistas, por ejemplo.

3 EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS DE INMUEBLES COMERCIALES EN LA ZONA DEL EURO

VALOR NETO

Durante la última década, los valores de los inmuebles comerciales —es decir, los precios de estos inmuebles ajustados a la baja por los gastos, el mantenimiento y la depreciación del capital— de la zona del euro han sido más cíclicos que los precios de los inmuebles residenciales (véase gráfico 5). Ello es atribuible, fundamentalmente, al hecho de que los valores de los inmuebles comerciales siguen el ciclo económico de forma más estrecha que los precios de los inmuebles residenciales.

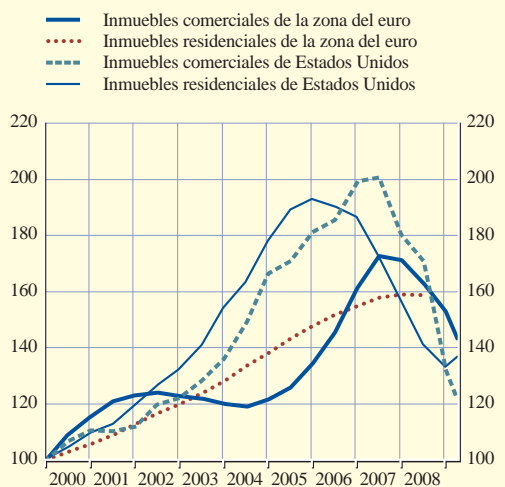
Además, son más volátiles porque se reajustan a la baja cuando se reducen los alquileres o aumentan los inmuebles desocupados, incluso sin que se hayan realizado transacciones. Por otra parte, los datos sobre los precios de los inmuebles residenciales se basan en las operaciones realizadas. Ello, junto con el hecho de que, en relación con los ocupantes de los inmuebles comerciales, resulta más probable que los propietarios de viviendas sigan viviendo en sus inmuebles, incluso si se reduce su valor, da lugar a que, en general, los precios de los inmuebles residenciales sean menos volátiles. Por lo tanto, en las carteras crediticias de los bancos, los préstamos inmobiliarios comerciales suelen ser un componente más volátil que los préstamos inmobiliarios residenciales (véase sección 4).

Aunque, en promedio, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se estabilizaron en 2008, el valor neto de los inmuebles comerciales ha venido reduciéndose desde comienzos de ese año (véase gráfico 5).

La evolución observada en la zona del euro durante la última década puede compararse con la de

Gráfico 5 Precios de los inmuebles comerciales y residenciales en la zona del euro y en Estados Unidos

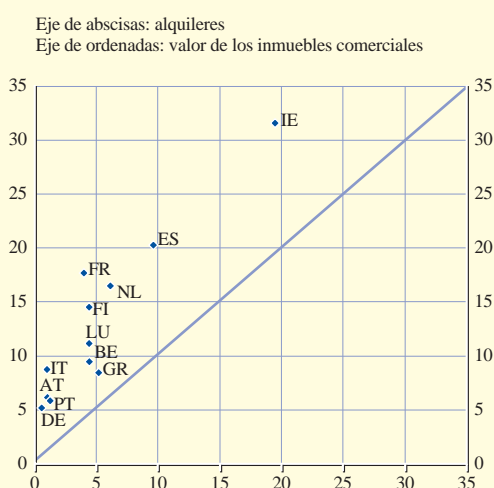
(I S 2000 - III 2009; índice: I S 2000 = 100)



Fuentes: BCE, Jones Lang LaSalle, Standard and Poor's y Bloomberg.
Nota: Los datos relativos a los inmuebles comerciales son «variaciones en el valor neto», es decir, los precios excluidos los gastos, el mantenimiento y la depreciación.

Gráfico 6 Variaciones en el valor neto de los inmuebles comerciales y alquileres en algunos países de la zona del euro

(tasa de variación interanual media correspondiente al período 2004-2007)

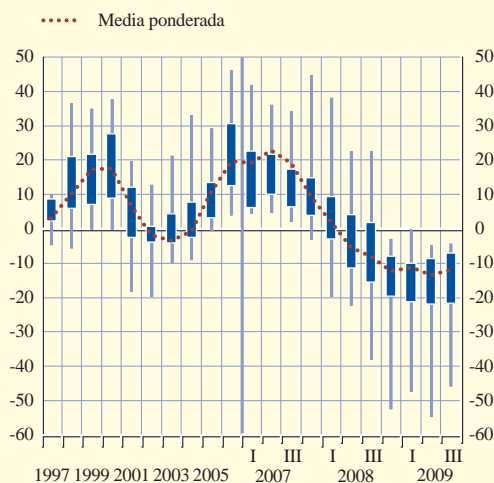


Fuentes: Jones Lang LaSalle, Eurostat y cálculos del BCE.

Estados Unidos, donde los precios de los inmuebles comerciales y residenciales experimentaron un aumento pronunciado entre 2000 y 2006/2007, que se vio seguido por una corrección más clara

Gráfico 7 Variaciones en el valor neto de los edificios comerciales de primera categoría en los países de la zona del euro

(tasa de variación interanual; máximo; mínimo; distribución intercuartílica y media ponderada)



Fuente: Jones Lang LaSalle.

Nota: No se dispone de datos para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

(véase gráfico 5). Mientras que los precios de los inmuebles residenciales en Estados Unidos alcanzaron su máximo en el primer semestre de 2006, los de los inmuebles comerciales continuaron creciendo hasta el segundo semestre de 2007, pero, hasta la fecha, las correcciones registradas en ambos mercados han sido de una magnitud similar.

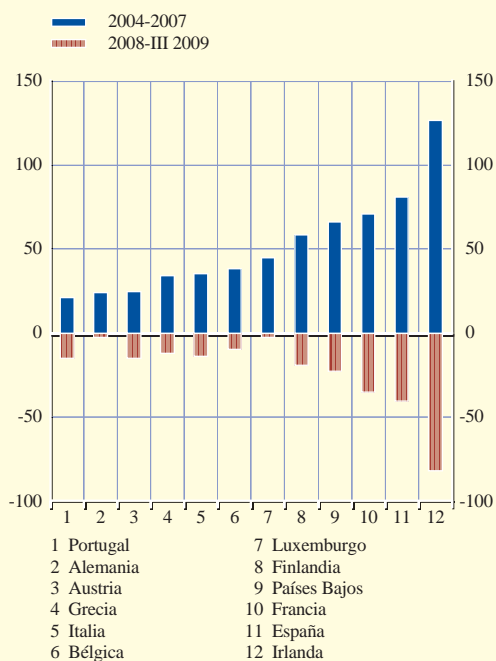
En teoría, los precios de los inmuebles comerciales deberían verse impulsados, principalmente, por la evolución de los alquileres, ya que el valor actual neto de los flujos de renta futura debería determinar el valor de un inmueble comercial. De hecho, se dio una relación positiva entre las variaciones registradas en el valor de los inmuebles comerciales y el crecimiento de los alquileres durante el período de elevado crecimiento del valor neto comprendido entre 2004 y 2007 (véase gráfico 6). Sin embargo, el hecho de que los valores de los inmuebles comerciales se elevaran en la mayoría de los países más que los alquileres indica que el aumento de los precios podría haberse visto alentado, en determinados casos, por factores distintos de la evolución económica, como, por ejemplo, la actividad especulativa estimulada por la búsqueda de la rentabilidad. Esta actividad también se vio favorecida por los tipos de interés relativamente bajos, y por los criterios de aprobación del crédito de los bancos, que, en ocasiones, eran poco restrictivos.

El deterioro de los mercados de inmuebles comerciales en la zona del euro desde 2007 ha sido bastante generalizado, y todos los países de la zona para los que se dispone de datos han registrado, desde el cuarto trimestre de 2008, un descenso en el valor neto de los edificios modernos de primera categoría ubicados en zonas atractivas (*prime property*) (véase gráfico 7). En promedio, el descenso interanual de los precios se ha situado entre el 10% y el 13% en los últimos trimestres. No obstante, este porcentaje varía ampliamente de un país a otro, con una reducción anual de los precios del 50% en algunos países y retrocesos más moderados en otros.

En general, los países que han registrado mayores subidas de precios entre 2005 y 2007 son aquellos

Gráfico 8 Variaciones en el valor neto de los inmuebles comerciales en algunos países de la zona del euro entre 2004 y 2007, y entre 2008 y el tercer trimestre de 2009

(tasas de variación interanual acumuladas)



Fuentes: Jones Lang LaSalle, Eurostat y cálculos del BCE.

que han experimentado las correcciones más importantes desde el inicio de 2008 (véase gráfico 8).

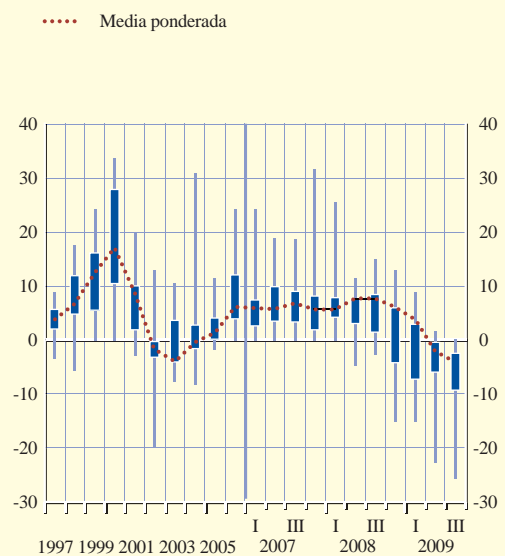
ALQUILERES

En la zona del euro, los alquileres han aguantado mejor que el valor neto en los últimos trimestres y, en promedio, seguían todavía creciendo en el primer trimestre de 2009 (véase gráfico 9). No obstante, cabe observar que, con frecuencia, los alquileres se fijan para uno o dos años y que, por tanto, los factores de la demanda de inmuebles comerciales que afectan a los alquileres se transmiten a su evolución con un desfase. Además, esta evolución varía de un país a otro, registrándose en algunos de ellos descensos en el valor de los alquileres desde comienzos de 2008 (véase gráfico 9).

En el tercer trimestre de 2009, los alquileres de los inmuebles comerciales en la zona del euro se redujeron un 4%, aproximadamente, en tasa inter-

Gráfico 9 Variaciones en el alquiler de los edificios comerciales de primera categoría en los países de la zona del euro

(tasa de variación interanual; máximo; mínimo; distribución intercuartílica y media ponderada)



Fuente: Jones Lang LaSalle.

Nota: No se dispone de datos para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

anual. Cayeron casi un 10% en el caso de las oficinas, mientras que, en promedio, se mantuvieron estabilizados en el caso de los espacios comerciales. Sin embargo, la evolución de los países ha sido heterogénea también en los últimos trimestres, cayendo los alquileres en algunos países hasta un 25%, en tasa interanual. Al mismo tiempo, las tasas de oficinas desocupadas han crecido de forma ininterrumpida desde alrededor de un 7%, a mediados de los años ochenta, hasta un promedio del 10%, en el tercer trimestre de 2009, lo que es probable que ejerza más presiones sobre los alquileres en los meses venideros³.

ACTIVIDAD INVERSORA

Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro crecieron rápidamente entre 2004 y 2008 como consecuencia de las significativas su-

³ Véase Jones Lang LaSalle, «Key market rental indicators – Q3 2009», octubre de 2009.

bidar de precios que se observaron en muchos países y de una considerable actividad de promoción inmobiliaria, impulsada por la favorable situación económica. Este crecimiento estuvo acompañado de una notable expansión del volumen de inversión. La inversión trimestral creció de forma constante, desde unos 10 mm de euros, en el primer trimestre de 2004, hasta un máximo de 34,5 mm de euros, en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 10).

Los inversores apalancados, tales como los fondos de capital inversión y los fondos de inversión libre, tuvieron mucho que ver con la actividad inversora desarrollada durante este período. Estos inversores se sintieron atraídos por las rentabilidades relativamente elevadas de los inmuebles comerciales en un entorno en el que la búsqueda de rendimientos había reducido la rentabilidad de muchos otros tipos de activos. La disponibilidad de financiación barata en las entidades de crédito y en los mercados de capitales también contribuyó a la demanda de inmuebles comerciales por parte de los inversores. La demanda procedente de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones fue, asimismo, intensa, pues trataban de realizar inversiones a largo plazo que igualaran sus pasivos a largo plazo.

Gráfico 10 Volumen de operaciones relativas a inmuebles comerciales en la zona del euro



Fuente: DTZ Research.

Los altos niveles de ventas y de *retroleasing* (*leaseback*) observados en muchos países, según los cuales una sociedad no inmobiliaria vende, por ejemplo, sus sedes y las vuelve a arrendar para liberar capital, contribuyeron adicionalmente a la intensa actividad inversora de los últimos años.

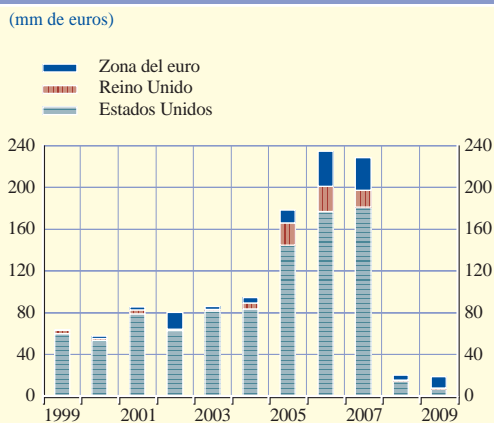
Después de 2007, los volúmenes de inversión cayeron rápidamente y se situaron en 4,5 mm de euros en el primer trimestre de 2009, lo que suponía un descenso del 80% en relación con el máximo registrado en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 10). Los volúmenes aumentaron ligeramente en el segundo y tercer trimestres de 2009 con respecto al primero. Esta fue la primera señal en siete trimestres de que los volúmenes de inversión se estaban estabilizando, si bien la actividad inversora aún mantiene su moderación.

MERCADOS DE TITULIZACIÓN DE HIPOTECAS COMERCIALES

Los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS, en sus siglas en inglés) son un tipo de bono emitido en los mercados de valores y respaldado por hipotecas de inmuebles generadores de renta. Junto con la elevada inflación de los precios de los inmuebles comerciales observada entre 2004 y 2007 y el interés general por productos financieros estructurados, el mercado europeo de CMBS se desarrolló y creció con gran rapidez (véase gráfico 11), aunque su tamaño siguió siendo mucho más pequeño que el de otros muchos mercados de titulización de activos y que el mercado de CMBS de Estados Unidos. En medio de las turbulencias registradas en los mercados de crédito y de inmuebles comerciales, la emisión de CMBS estuvo a punto de paralizarse en Europa tras el verano de 2007. Esto quiere decir que las entidades de crédito no pudieron seguir reduciendo sus exposiciones frente a préstamos inmobiliarios comerciales a través de los CMBS.

Las tensiones existentes en los mercados de crédito y de inmuebles comerciales han dado lugar a rebajas de gran magnitud en las calificaciones de los CMBS europeos otorgadas por las agencias de calificación, y, actualmente, numerosas emisiones se encuentran con perspectivas negativas de califica-

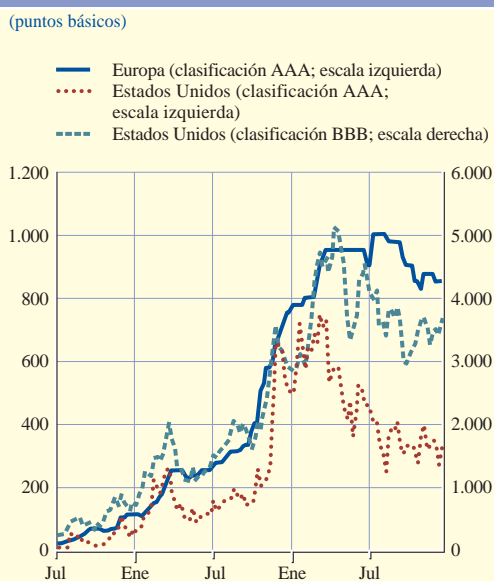
Gráfico 11 Emisión de CMBS en la zona del euro, Reino Unido y Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.
Nota: Los datos correspondientes a 2009 incluyen hasta final de noviembre.

ción. La rebaja de las calificaciones obedeció, en particular, a: i) un aumento significativo de la relación préstamo-valor, debido a la caída del valor de los inmuebles y a otros tipos de incumplimientos de los acuerdos financieros; ii) un incremento

Gráfico 12 Diferenciales de CMBS en Europa y en Estados Unidos



Fuente: JP Morgan Chase & Co.
Nota: Un diferencial de 1.000 puntos básicos significa que cuesta 1.000 euros/dólares asegurar 10.000 euros/dólares de deuda frente a impagos.

del riesgo de refinanciación, ya que muchos CMBS vencerán entre los dos y los cuatro años próximos, y iii) variaciones de las calificaciones de las entidades relacionadas con el crédito (bancos, empresas, Estados) que tuvieron un efecto adverso en las calificaciones de algunos CMBS. La reducción de las calificaciones de los CMBS ha causado, a su vez, pérdidas y solicitudes de activos de garantía por parte de las entidades de crédito, empresas de seguros y otros inversores en los mercados de CMBS.

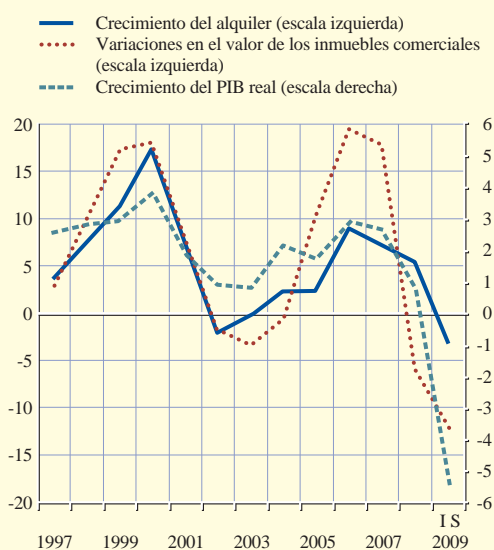
El mercado ha valorado los diferenciales de los CMBS europeos de una manera cada vez más pesimista. Mientras que los diferenciales de muchos otros tipos de crédito y de instrumentos de crédito estructurado se han estrechado sustancialmente en los últimos meses, los de los CMBS europeos han continuado siendo elevados (véase gráfico 12), principalmente como resultado de las perspectivas negativas e inciertas de los mercados de inmuebles comerciales de Europa. Por el contrario, en Estados Unidos, los diferenciales de CMBS con calificación AAA se han estrechado significativamente desde comienzos de 2009 (véase gráfico 12). No obstante, es importante tener en cuenta que la liquidez del mercado estadounidense se ha visto reforzada con la ampliación del programa de apoyo al crédito de la Reserva Federal denominado *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*, que se inició en diciembre de 2008, para incluir también los CMBS ya emitidos, con calificación AA. En particular, los diferenciales de los CMBS de Estados Unidos con una calificación más baja, no elegibles para los préstamos TALF, siguen siendo amplios (véase gráfico 12).

PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LOS MERCADOS Y SOCIEDADES DE INMUEBLES COMERCIALES

Los inversores en inmuebles comerciales se enfrentan habitualmente a dos tipos de riesgo. En primer lugar, soportan riesgos de ingresos si aumentan las tasas de propiedades desocupadas, descenden los alquileres o caen los precios. En segundo lugar, están expuestos a riesgos de financiación derivados de factores que afectan a la disponibilidad del crédito y al coste de la deuda,

Gráfico 13 Variaciones en el valor neto de los inmuebles comerciales de primera categoría en la zona del euro, crecimiento del alquiler de estos inmuebles y del PIB real de la zona

(tasa de variación interanual)



Fuentes: BCE y Jones Lang Lasalle.

Nota: No se dispone de datos sobre inmuebles comerciales para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

como un incremento de los tipos de interés, el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito o un descenso en la demanda de valores de renta fija privada.

Las perspectivas de los precios y de los alquileres de los inmuebles comerciales depende, en gran medida, de la trayectoria futura de la actividad económica en la zona del euro, pues la evolución de los mercados de inmuebles comerciales sigue el ciclo económico de manera bastante estrecha (véase gráfico 13). Además, también es probable que las elevadas tasas de impago de los arrendatarios que se esperan en los meses venideros y la continua debilidad de los mercados de trabajo de la zona del euro mantengan la moderación de la demanda de propiedades en alquiler. La caída de los precios constituye una preocupación sobre todo para los inversores que se financian mediante préstamos, ya que está previsto que un gran número de préstamos inmobiliarios comerciales vuelvan a revisarse en los próximos años, muchos de ellos a precios por debajo de los precios de com-

pra. Así pues, es probable que se produzcan nuevas pérdidas en el futuro próximo como consecuencia de las exposiciones de los bancos frente a préstamos inmobiliarios comerciales y a la inversión (véase más adelante).

Como resultado de la crisis financiera y de la mediocre evolución de los mercados de inmuebles comerciales, los costes de financiación y los riesgos para los inversores en este tipo de propiedades son relativamente elevados. Aunque los inversores en inmuebles comerciales se han beneficiado de los bajos tipos de interés, las entidades de crédito continúan aplicando unos criterios de concesión de préstamos más conservadores —que incluyen una relación préstamo-valor más baja— y mayores márgenes en el caso de los préstamos inmobiliarios comerciales. Un descenso en la disponibilidad de financiación o un aumento de su coste impone restricciones sobre los inversores en inmuebles comerciales que dependen de la financiación externa.

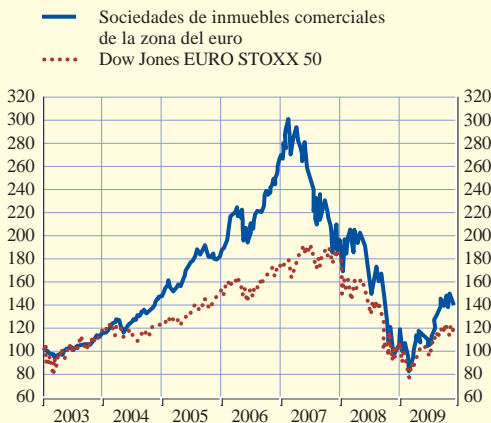
La incertidumbre en torno a las perspectivas de los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro también es evidente en los indicadores adelantados. Aunque el precio de las acciones de las empresas de la zona del euro cuya actividad es la tenencia, la promoción y la compraventa de inmuebles generadores de renta ha subido un 70% desde marzo de 2009, aún se mantiene muy por debajo de los niveles observados en los años anteriores (véase gráfico 14).

De cara al futuro, la incertidumbre en torno a las perspectivas de las sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro ha tenido como consecuencia tasas de morosidad esperada históricamente elevadas para muchas sociedades (véase gráfico 15).

En resumen, la situación en muchos mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro sigue siendo delicada. De cara al futuro, la evolución desfavorable de estos mercados es probable que continúe hasta que mejore la situación económica y los inmuebles comerciales vuelvan a ser atractivos para los inversores.

Gráfico 14 Precio de los activos de sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro e índice Dow Jones EURO STOXX 50

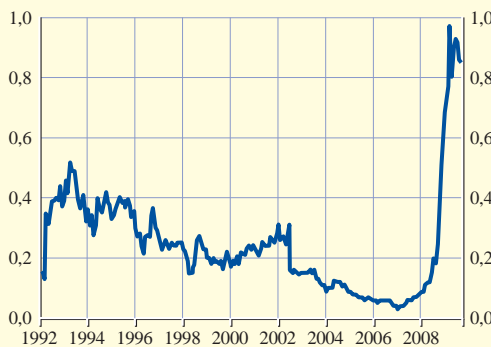
(índice: enero de 2003 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15 Tasas de morosidad esperada de las sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro

(probabilidad en porcentaje; mediana)



Fuentes: Moody's KMV y cálculos del BCE.

Notas: La tasa de morosidad esperada proporciona una estimación de la probabilidad de impago en el año siguiente. Los datos se refieren a cerca de 200 sociedades inmobiliarias que desarrollan una amplia gama de actividades inmobiliarias.

4 EXPOSICIONES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO FRENTE A INMUEBLES COMERCIALES

TAMAÑO DEL MERCADO DE PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS COMERCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Si bien los riesgos de las entidades de crédito derivados de su exposición a los mercados de inmuebles comerciales se entienden cada vez mejor, la información sobre la magnitud de estas exposicio-

nes ha sido hasta el momento bastante limitada y fragmentada en la zona del euro y en la UE. En este artículo, las exposiciones crediticias de los bancos relacionadas con los inmuebles comerciales se han estimado utilizando información procedente de encuestas recibidas de los bancos centrales y de las autoridades supervisoras, así como información de otras fuentes del sector (como las empresas de asesores inmobiliarios).

En 2008, el Comité de Supervisión Bancaria (BSC), que es un foro para la cooperación entre BCN, supervisores de la UE y el BCE, llevó a cabo una encuesta entre las entidades de crédito de la UE sobre las exposiciones relacionadas con los inmuebles comerciales y con la gestión de dichas exposiciones⁴. Los bancos recopilaban los datos de forma consolidada. En cuanto a la definición de préstamos inmobiliarios comerciales utilizada en la encuesta, se pidió a los países (bancos) que aplicaran la definición empleada por el FMI para compilar sus indicadores de solidez financiera. Según esta definición, los préstamos inmobiliarios comerciales son los préstamos garantizados mediante inmuebles comerciales, los préstamos a empresas constructoras y los préstamos a empresas de promoción inmobiliaria. Se realizaron esfuerzos considerables para adaptar el trabajo de recogida de datos, de modo que los indicadores de las exposiciones de los bancos a los inmuebles comerciales fueran comparables entre los países. No obstante, puede que aún persistan ciertas incoherencias, debido, por ejemplo, a las distintas maneras de clasificar los préstamos por parte de los bancos.

Los resultados de la encuesta pusieron de manifiesto que muchas entidades de crédito de la zona del euro tienen importantes exposiciones crediticias relacionadas con los inmuebles comerciales, tanto en términos del total de activos como del total de préstamos. En promedio, a finales de 2007, los préstamos inmobiliarios comerciales representaban un 5,2% del total de activos de las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, y el 10,4% del total de préstamos. En términos

4 BCE, «Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», diciembre de 2008.

absolutos, los préstamos inmobiliarios comerciales brutos de las entidades que participaron en la encuesta alcanzaban los 1,1 billones de euros en diciembre de 2007.

Conviene subrayar la existencia de considerables diferencias entre los bancos encuestados en lo que se refiere a sus exposiciones frente a los préstamos inmobiliarios comerciales. Ello se desprende de la amplia dispersión existente en el porcentaje de este tipo de préstamos en relación con el total de préstamos y el total de activos de las entidades encuestadas residentes en distintos países, que oscila entre el 1,8% y el 36,1% y entre el 1,1% y el 28%, respectivamente.

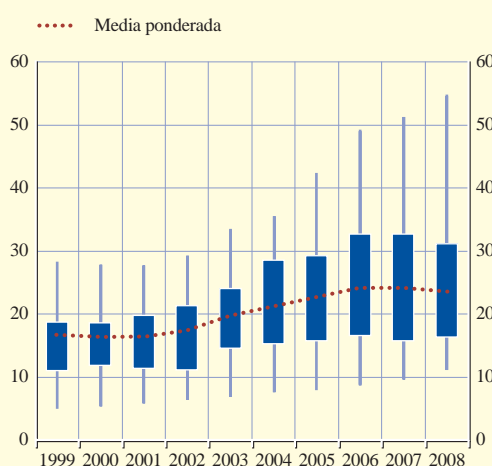
Se aconseja un cierto grado de cautela en lo que se refiere a la comparabilidad de estas ratios a escala de países. En primer lugar, la cobertura de la encuesta difería significativamente de un país a otro, oscilando entre el 40% y el 100% del total de activos del sector bancario. En segundo lugar, algunos países solo facilitaron información de los bancos más activos (o especializados) en el segmento de préstamos inmobiliarios comerciales, mientras que otros proporcionaron datos de todo el sistema bancario (por ejemplo, basados en las centrales de información de riesgos o en otras fuentes).

Además de la encuesta realizada por el BSC, la información sobre los préstamos inmobiliarios comerciales de los bancos también puede extraerse del detalle sectorial de los préstamos a las sociedades no financieras, ya que estos préstamos también incluyen aquellos relacionados con los inmuebles comerciales. Y, lo que es más importante, estos datos permiten realizar algunas inferencias sobre la evolución de los préstamos inmobiliarios comerciales a lo largo del tiempo para el conjunto del sector bancario de la zona del euro. Sin embargo, es preciso ser cautos a la hora de interpretar los indicadores basados en el detalle sectorial, dado que esta categoría también incluye préstamos relacionados con otras actividades⁵.

De este indicador se desprende que, en la mayoría de los países, las exposiciones de los bancos frente al sector de inmuebles comerciales aumentaron de

Gráfico 16 Distribución por países de los préstamos inmobiliarios comerciales (excluidos los préstamos a la construcción) de los bancos de la zona del euro

(en porcentaje del total de préstamos a las sociedades no financieras; máximo; mínimo; distribución intercuartílica y media ponderada)



Fuentes: BCE, DTZ Research y cálculos del BCE.

forma ininterrumpida en los años que precedieron al inicio de las turbulencias financieras. En algunos países se observaron sustanciales aumentos de los préstamos inmobiliarios comerciales (excluidos los préstamos a la construcción) en porcentaje del total de préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 16). En el contexto de la intensificación de la crisis económica y del significativo deterioro del mercado de inmuebles comerciales, las entidades de crédito de la zona del euro, en promedio, redujeron ligeramente sus exposiciones crediticias frente al sector de inmuebles comerciales en porcentaje de los préstamos a las sociedades no financieras en 2008.

En términos absolutos, y basándose en este indicador, se estima que el préstamo inmobiliario comercial bruto de las entidades de crédito de la zona del euro ascendía a 1,1 billones de euros en diciembre de 2008⁶.

5 Además, cabe señalar que estos indicadores se proporcionaron en base consolidada a escala nacional, en contraposición de la consolidación más amplia utilizada en la encuesta del BSC mencionada anteriormente.

6 Obsérvese que si bien esta cifra es muy similar a la obtenida en la encuesta del BSC, las cifras no son totalmente comparables, pues los datos recogidos en los dos ejercicios difieren en cuanto a la cobertura, la consolidación y, en cierta medida, la definición.

DESAGREGACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS COMERCIALES POR UBICACIÓN GEOGRÁFICA Y POR TIPO DE INMUEBLE

Con el fin de evaluar el riesgo de los préstamos inmobiliarios comerciales, además de la información cualitativa sobre las prácticas de gestión de riesgos de los bancos, tales como la diligencia debida con respecto al prestatario, también es necesaria información cuantitativa sobre la ubicación geográfica, el tipo de inmueble (oficina, inmueble comercial o inmueble residencial) y el destino del préstamo (promoción o inversión).

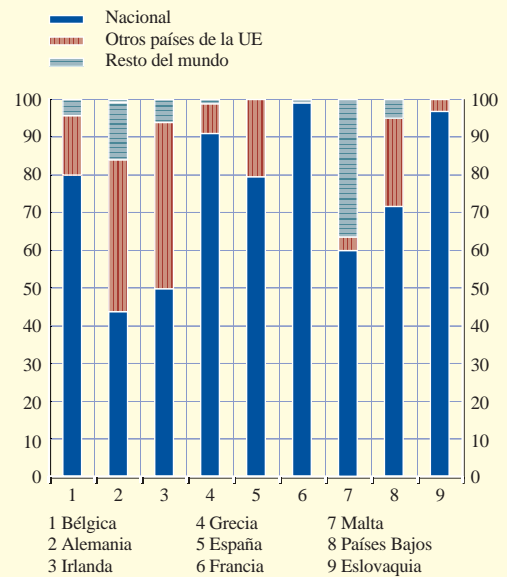
Los datos de que se dispone sobre estas desagregaciones de los préstamos son limitados, pues solo aquellos prestamistas cuya actividad gira en torno a los préstamos inmobiliarios comerciales suelen proporcionar estos detalles al divulgar su información financiera. Por lo tanto, se utiliza la información procedente de la encuesta realizada por el BSC. Además de las preguntas relativas al tamaño de las exposiciones, esta encuesta contiene también preguntas sobre la distribución de las carteras de préstamos inmobiliarios comerciales según estas tres categorías.

En lo que respecta a la desagregación geográfica, el grueso de los préstamos inmobiliarios comerciales es nacional. Sin embargo, en algunos países —en particular aquellos en los que operan algunos de los mayores prestamistas inmobiliarios—, las entidades de crédito tienen significativas exposiciones transfronterizas, sobre todo frente a otros países de la UE (véase gráfico 17). La actividad en materia de préstamos inmobiliarios comerciales en Estados Unidos de las entidades de la zona del euro encuestadas parece ser moderada, ascendiendo a 45 mm de euros, lo que corresponde al 5% del total de los préstamos inmobiliarios comerciales a finales de 2007, en el caso de aquellos bancos de la zona del euro que facilitaron información sobre la desagregación geográfica de sus exposiciones⁷.

Varios países de la zona del euro también proporcionaron información sobre la desagregación de los préstamos inmobiliarios comerciales por tipo de inmueble: oficina, inmueble comercial o in-

Gráfico 17 Detalle geográfico de los préstamos inmobiliarios comerciales concedidos por los bancos de la zona del euro encuestados, por países

(2007; en porcentaje)



Fuente: Comité de Supervisión Bancaria.

Nota: Los datos disponibles para Francia están consolidados a escala nacional.

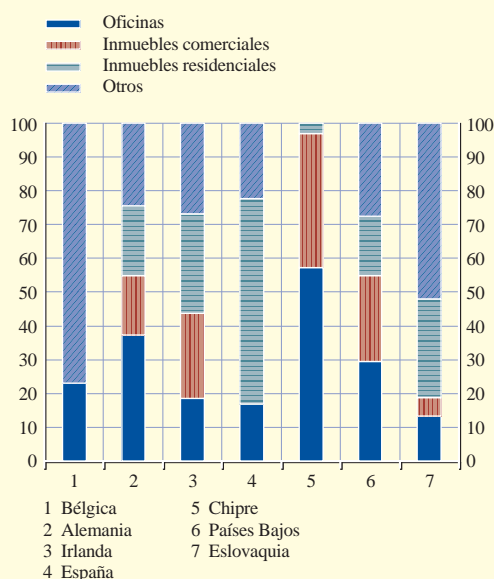
mueble residencial. La importancia de los distintos sectores inmobiliarios varía en gran medida de un país a otro (véase gráfico 18). En promedio, las exposiciones de los bancos parecen ser más elevadas en el sector de oficinas, aunque resulta difícil detectar las pautas comunes a todos los países que facilitaron información sobre esta desagregación.

Otro aspecto importante que se ha de considerar al evaluar el riesgo de los préstamos inmobiliarios comerciales es su destino, es decir, préstamos a promotores frente a préstamos con fines de inversión. Los préstamos a promotores inmobiliarios suelen ser los más arriesgados de todos los préstamos inmobiliarios, pues los inmuebles están generalmente en construcción o aún no se han alquilado, y cabe la posibilidad de que las entidades de crédito tengan que afrontar problemas considerables a la hora de recuperar sus exposiciones en caso de que el promotor inmobiliario atravesara dificultades financieras.

⁷ Obsérvese que no todos los países pudieron facilitar las cifras pertinentes.

Gráfico 18 Detalle sectorial de los préstamos inmobiliarios comerciales concedidos por los bancos encuestados, por países

(2007; en porcentaje)



Fuente: Comité de Supervisión Bancaria.

Nota: La encuesta incluyó solo tres categorías (los sectores comercial, de oficinas y residencial), que no suman el 100% del total de préstamos inmobiliarios comerciales. El residuo se recoge en «Otros» (por ejemplo, inmuebles industriales y hoteles y ocio).

Dado que la información relacionada con el destino de los préstamos era relativamente escasa en la encuesta del BSC, se utilizaron datos disponibles públicamente para una submuestra de bancos de la zona del euro con el fin de evaluar el porcentaje relativo de préstamos concedidos a la promoción inmobiliaria y a la inversión⁸. Sobre la base de esta información limitada, se observa que el porcentaje medio de préstamos a promotores para esta muestra de bancos fue del 21% en 2007, aunque este porcentaje enmascara diferencias significativas entre entidades.

CRITERIOS DE APROBACIÓN DEL CRÉDITO Y CAMBIOS EN EL APETITO POR EL RIESGO DESDE EL COMIENZO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

En contraposición con el Reino Unido y Estados Unidos, las encuestas sobre préstamos bancarios de la zona del euro no incluyen los préstamos inmobiliarios comerciales. Por lo tanto, los resultados relevantes de las encuestas llevadas a cabo por DTZ, una empresa internacional de asesores inmobiliarios, y

por el BSC se utilizan para evaluar las tendencias recientes y las expectativas relativas a los criterios de aprobación del crédito de las entidades de crédito.

Como la encuesta del BSC se llevó a cabo en el segundo trimestre de 2008, pudo recoger, en cierta medida, los cambios registrados en el comportamiento de los bancos en relación con los préstamos a raíz del inicio de las turbulencias financieras. Efectivamente, las respuestas sugieren que, en general, el apetito de los bancos por el riesgo ha disminuido, desde el inicio de las turbulencias. Varios bancos señalaron que, a partir del segundo semestre de 2007, comenzaron a endurecer sus criterios de aprobación del crédito, aplicando, por ejemplo, relaciones préstamo-valor más bajas. También se observaron indicios de un aumento de la diferenciación del riesgo entre los distintos mercados, con una menor concesión de nuevos préstamos, criterios de aprobación del crédito más estrictos y primas de riesgo más elevadas aplicadas a las regiones o a las actividades de más riesgo (por ejemplo, ha descendido el porcentaje de la financiación a promotores inmobiliarios). En general, las respuestas a la encuesta señalaban que, en la mayoría de las entidades de la zona del euro habían empezado a endurecer sus criterios de aprobación de préstamos inmobiliarios desde el inicio de las turbulencias financieras y que se habían centrado cada vez más en la financiación de prestatarios y de activos de mayor calidad.

Una encuesta más reciente, llevada a cabo por DTZ, entre prestamistas inmobiliarios europeos incluyó, entre otros aspectos, las expectativas de los bancos en relación con la actividad crediticia y con las condiciones de concesión de los préstamos tanto para 2009 como para 2010⁹. En general, estos resultados sugieren que el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito continuó en 2009, debido al deterioro observado en la situación de los mercados de inmuebles comerciales, y que no es probable que las entidades los relajen de nuevo hasta que finalice 2010.

⁸ Para las exposiciones en que se basa el cálculo, véase JP Morgan Chase & Co., «European banks: quantifying earnings at risk from commercial real estate», 4 de noviembre de 2008.

⁹ Véase DTZ Research, «European Lenders Survey», mayo de 2009.

En particular, los resultados de la encuesta ponen de manifiesto que la gran mayoría de las entidades de crédito preveía el endurecimiento de las condiciones de concesión de los préstamos en 2009, mientras que un tercio de las entidades consideraba que se produciría un nuevo endurecimiento en 2010. Tras las reducciones observadas en las relaciones préstamo-valor en 2008, casi la mitad de los bancos vaticinaba un retroceso adicional en 2009, y la mayoría de las entidades esperaba mantener las relaciones préstamo-valor en esos niveles más bajos en 2010. Al mismo tiempo, la inmensa mayoría de las entidades de crédito confiaba en incrementar los márgenes en 2009, y casi el 40% de ellas apuntaban a nuevas reducciones en 2010.

En cuanto a las expectativas de los bancos respecto a los nuevos préstamos en términos brutos, casi la mitad de las entidades esperaba un descenso en 2009, y solo un 20% de los bancos preveía un incremento. No obstante, para 2010, el porcentaje neto de prestamistas que esperaba que los préstamos se elevaran se tornó positivo. En cuanto a las perspectivas del mercado europeo de préstamos, la mayoría de las entidades no vislumbraba una recuperación sustancial hasta después de 2010.

CALIDAD DE LOS ACTIVOS

La información sobre la calidad de los préstamos inmobiliarios comerciales es escasa, pues la mayoría de los bancos no publica el detalle de los préstamos dudosos o la provisión para insolvencias por sector o subsector. La limitada información de la que se dispone sobre la calidad de los activos en lo que se refiere a préstamos inmobiliarios comerciales puede obtenerse de los datos que publican las entidades de crédito especializadas en este tipo de préstamos o aquellas para las que estos préstamos constituyen un importante segmento de su actividad y, por lo tanto, informan de ellos por separado.

La mayoría de los bancos que publican esta información señalan un aumento significativo de la provisión para insolvencias y/o de los créditos morosos en 2008 y, cuando se dispone de datos, en el primer semestre de 2009. Para esta submuestra de bancos, el porcentaje de las provisiones para

préstamos inmobiliarios comerciales registró un alza considerable en 2008, desde alrededor del 0,1%-0,3% en 2007 hasta el 0,4%-2,1% en 2008. Si se considera la información relativa al primer semestre de 2009, el crecimiento de los costes derivados de las provisiones para préstamos inmobiliarios comerciales incluso se aceleró para un gran número de entidades que conceden este tipo de préstamos. El porcentaje de las provisiones (en términos anualizados) para los bancos de esta submuestra oscilaba entre el 0,7% y el 6,9% en los seis primeros meses de 2009. A consecuencia del aumento de las provisiones para insolvencias, algunas entidades comenzaron a informar de pérdidas en el segmento de inmuebles comerciales en 2008, y, basándose en la evolución de los tres primeros trimestres, es probable que también registren pérdidas en 2009.

Si bien esta muestra limitada no permite realizar inferencias sobre la calidad de las carteras de inmuebles comerciales del sector bancario de la zona del euro en su conjunto, la gran variación en el porcentaje de provisiones sugiere que, en última instancia, las tasas de pérdidas por préstamos inmobiliarios comerciales variarán sustancialmente de una entidad a otra. También es probable que difieran las perspectivas relativas a la calidad de los activos, en parte como resultado de la distribución geográfica de sus carteras de préstamos inmobiliarios comerciales. En concreto, cabe la posibilidad de que los bancos con grandes exposiciones frente a los mercados de inmuebles comerciales que han experimentado el deterioro más significativo (por ejemplo, Irlanda, España, Reino Unido y Estados Unidos) registren tasas de pérdidas superiores a la media. En este sentido, conviene mencionar que algunos de los prestamistas inmobiliarios de la zona del euro tienen importantes exposiciones exteriores y, por lo tanto, su comportamiento no solo depende de las condiciones de sus mercados de inmuebles comerciales nacionales. Otros factores de importancia que podrían determinar las diferencias existentes en el comportamiento de estas entidades en el futuro incluyen el porcentaje de préstamos a la promoción inmobiliaria, que a menudo conllevan mayores riesgos que otros

tipos de préstamos, y la calidad de los criterios de aseguramiento.

5 CONCLUSIONES

Los mercados de inmuebles comerciales son importantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera principalmente porque los préstamos inmobiliarios comerciales constituyen un porcentaje considerable de los activos de las entidades de crédito. De hecho, se estima que estos préstamos representan en torno al 10% del total de préstamos concedidos por las entidades de la zona del euro. Cabe señalar, sin embargo, que su importancia varía enormemente de una entidad a otra, así como entre sectores bancarios, de la zona del euro.

La historia ha demostrado que una evolución desfavorable de los mercados de inmuebles comerciales puede causar pérdidas significativas en los bancos y una grave inestabilidad financiera. Esto, junto con el tamaño creciente de los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro durante las últimas décadas, da a entender que, para efectuar un análisis de la estabilidad financiera, es preciso realizar un seguimiento y un examen de la evolución de estos mercados. Sin embargo, esta tarea es ardua, ya que los datos existentes sobre estos mercados suelen ser de mala calidad y no están armonizados. Por ello, existe la necesidad de disponer

de mejores datos tanto sobre los precios como sobre las exposiciones de las entidades de crédito.

Además, debido a la importancia de las exposiciones de algunos bancos frente a los inmuebles comerciales, resulta crucial que las prácticas de gestión de riesgos de las entidades de crédito sean sólidas. Por el mismo motivo, es importante que los supervisores cuenten con información adecuada sobre las exposiciones de las entidades frente a los mercados de inmuebles comerciales y que efectúen un seguimiento de la evolución de estos mercados, a fin de poder identificar los posibles riesgos a los que se enfrentan los bancos.

Dado el deterioro de la mayoría de los mercados de inmuebles comerciales, varias entidades de crédito de la zona del euro han registrado en los últimos trimestres una reducción de sus ingresos, o incluso pérdidas, en la actividad relacionada con estos inmuebles. De cara al futuro, la debilidad de la demanda de alquileres de inmuebles comerciales y el deterioro observado en el comportamiento de los arrendatarios probablemente contribuyan a incrementar la morosidad. En consecuencia, las entidades de crédito con importantes exposiciones garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales podrían sufrir pérdidas elevadas en 2010 por el deterioro de los préstamos, sobre todo si han asumido riesgos en mercados inmobiliarios con un peor comportamiento.

EVOLUCIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS GENERALES DE LA ZONA DEL EURO: UNA VERSIÓN ACTUALIZADA

ARTÍCULOS

Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada

Las estadísticas económicas generales, que incluyen datos sobre precios, costes, producción, demanda y mercado de trabajo, revisten una importancia crucial para el desempeño de la labor del BCE en las áreas de política monetaria y estabilidad financiera. Las estadísticas económicas generales son cada vez más completas, comparables y puntuales. Al mismo tiempo, la experiencia de 11 años de funcionamiento de la UEM ha subrayado la necesidad que tiene el BCE de reforzar en mayor medida el conjunto de datos básicos que sustenta las estadísticas económicas generales. Se han identificado varias deficiencias y carencias que el Sistema Estadístico Europeo tiene que solucionar. Las principales prioridades para el BCE se reflejan en la lista revisada de los principales indicadores económicos europeos que se incluyen en el «Status Report on Information Requirements in EMU»¹, tanto de 2008 como de 2009, publicado por el Comité Económico y Financiero. En estos indicadores se fijan objetivos y prioridades para las estadísticas de la zona del euro. Además, en un mundo cada vez más globalizado, es necesario que los indicadores estadísticos sean comparables a escala internacional, a fin de evaluar adecuadamente el impacto de las áreas económicas interdependientes sobre el ciclo económico, estableciendo requerimientos adicionales para los responsables de recopilar las estadísticas a escala mundial.

I INTRODUCCIÓN

Las estadísticas económicas generales, tal como se entienden en el presente artículo, abarcan una amplia gama de indicadores macroeconómicos sobre la evolución de los precios, los costes, la producción, la demanda y el mercado de trabajo. El Sistema Estadístico Europeo² es la institución responsable de la elaboración de la mayoría de estas estadísticas para la zona del euro, que en muchos casos están reguladas por actos jurídicos adoptados por el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE o la Comisión Europea.

El BCE utiliza un gran número de estadísticas económicas generales. El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) proporciona el punto de referencia cuantitativo para la definición y la medida de la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno adopta las decisiones de política monetaria basándose en una evaluación exhaustiva de los riesgos que amenazan dicha estabilidad. El análisis económico se centra en la actividad real y tiene en cuenta el hecho de que en la evolución de los precios en los horizontes de corto y medio plazo influye la interacción de la oferta y la demanda en los mercados de bienes, servicios y factores. Por lo tanto, el BCE analiza periódicamente, como indicadores adelantados de la evolución económica, la evolución de la producción total, la demanda y las condiciones del mercado de trabajo, una amplia gama de indicadores de precios y costes,

así como encuestas sobre opiniones empresariales. El BCE publicó sus requerimientos en materia de estadísticas económicas generales en el año 2000 y los revisó en 2004³. En el Boletín Mensual del BCE de abril de 2001 y de abril de 2003 se incluyeron revisiones exhaustivas de la evolución de la difusión de dichas estadísticas. Posteriormente, en varias ediciones del Boletín Mensual del BCE se hizo referencia a los avances logrados en áreas específicas. En la sección 2 se presentan los principales indicadores económicos europeos (PIEE), que fijan objetivos detallados sobre la puntualidad y la calidad de los datos, acordes con las normas internacionales más exigentes. En la sección 3 se resumen los progresos alcanzados en los

1 El informe «Status Report on Information Requirements in EMU» de 2008 y 2009, del Comité Económico y Financiero, puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2 El Sistema Estadístico Europeo comprende la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas (Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Tanto el Sistema Estadístico Europeo como el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) elaboran, recogen, compilan y publican las estadísticas europeas. La división de funciones entre Eurostat y el BCE está plasmada en un memorándum de cooperación suscrito por ambas instituciones. El BCE se ocupa, principalmente, de las estadísticas monetarias y financieras, así como de las estadísticas sobre instituciones financieras, sistemas de pago, tipos de cambio efectivos y cuentas financieras trimestrales; Eurostat es responsable, fundamentalmente, de las estadísticas económicas (generales) y de todas las estadísticas no económicas. Las dos instituciones comparten responsabilidades en cuanto a las estadísticas del sector exterior (balanza de pagos y posición de inversión internacional), las cuentas de los sectores no financieros europeos y la infraestructura estadística.

3 Véanse «Requirements in the field of general economic statistics» y «Review of the requirements in the field of general economic statistics» en la dirección del BCE en Internet.

últimos años en cada una de estas estadísticas, así como los retos para el futuro. También se presenta una nueva clasificación de las actividades económicas «NACE Revisión 2» (véase recuadro) y se abordan diversas cuestiones generales en relación con las estadísticas económicas; por ejemplo, el ajuste estacional. En la sección 4 se detallan las conclusiones.

2 PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS EUROPEOS: UNA PANORÁMICA

En febrero de 2003, el Consejo ECOFIN estableció los requerimientos para los Píees, un conjunto de estadísticas clave de la zona del euro y de la UE para mejorar la información estadística disponible a efectos del análisis económico y de la formulación de políticas en la zona del euro. Se elaboraron a partir del Plan de acción sobre las necesidades estadísticas de la UEM de septiembre de 2000, establecido por la Comisión Europea (Eurostat) en estrecha colaboración con el BCE. La lista de Píees especificaba originalmente objetivos respecto a la puntualidad y otros aspectos cualitativos de 19 estadísticas macroeconómicas clave, de periodicidad inferior a un año, que abarcaban los precios de consumo, la contabilidad nacional, las estadísticas coyunturales y los indicadores del mercado de trabajo y de comercio exterior. Los avances logrados en la consecución de estos objetivos son analizados regularmente por el Comité Económico y Financiero, con la asistencia de Eurostat y del BCE. Desde su puesta en marcha, la iniciativa de los Píees se ha saldado con éxito: en la mayoría de los casos se han alcanzado los objetivos propuestos en lo que se refiere tanto a la puntualidad como a la cobertura.

En noviembre de 2007, el Consejo Ecofin acordó revisar los Píees para tener en cuenta las nuevas necesidades de los usuarios, derivadas de los cambios en el entorno económico, de las diferentes percepciones respecto a la calidad de los datos de las estadísticas coyunturales, de un mayor hincapié en las cifras de la zona del euro, de las cuestiones relacionadas con la globalización y de las comparaciones con otras grandes economías. Se

observó que los objetivos existentes eran, en gran medida, apropiados a efectos de política económica y monetaria, pero se detectaron algunas deficiencias, concretamente para los servicios. Un problema que se consideró crucial fue la falta de información armonizada sobre los mercados de la vivienda de la zona del euro y, por consiguiente, se añadieron a la lista de los Píees tres nuevos indicadores: precios de la vivienda, ventas de viviendas y licencias de edificación.

Además, se propuso que se tratasen de alcanzar objetivos más ambiciosos en el medio a largo plazo respecto a la puntualidad de algunos Píees (por ejemplo, publicar la estimación avance del crecimiento del PIB 30 días después del período de referencia), siempre y cuando no se comprometiera la fiabilidad de las estimaciones. Estas mejoras respecto a la puntualidad permitirían atender mejor las necesidades del BCE y de otras instituciones en materia de formulación de las políticas y se ajustarían mejor a las normas internacionales. La positiva experiencia acumulada con la introducción de las estimaciones avance del PIB 45 días después del período de referencia ha demostrado que las mejoras en la puntualidad no necesariamente han de conseguirse a expensas de una menor fiabilidad. En general, el objetivo a medio o largo plazo es establecer un calendario armonizado de publicación, con arreglo al cual los Píees se publicarían con un retraso de 30, 60 o 90 días después del período de referencia, dependiendo del indicador de que se trate. Con este enfoque, se tiene en cuenta la naturaleza interdependiente de los Píees, lo que significa que la elaboración de un indicador concreto (por ejemplo, la estimación avance del PIB) requiere, a menudo, que otros indicadores estén disponibles puntualmente. En el cuadro se presenta un resumen de la lista revisada de Píees.

Además de la puntualidad y de la disponibilidad, también se investigaron otros aspectos relativos a la calidad de los datos, a fin de mejorar la exactitud, la fiabilidad y la difusión de los Píees, lo que requiere un enfoque coordinado de los indicadores y de las estadísticas básicas. Asimismo, es necesaria una buena coordinación dentro del Sistema Es-

Principales indicadores económicos europeos				
Indicador de la zona del euro	Periodicidad (m=mensual; t=trimestral)	Calendario previsto de publicación indicadores zona euro	Calendario efectivo de publicación indicadores zona euro	Calendario efectivo de publicación indicadores Estados Unidos
Indicadores de precios de consumo				
Estimación avance del IAPC	m	0	0	n.d.
Índice Armonizado de Precios de Consumo	m	17	14-16	14-23
Contabilidad nacional, trimestral				
Primera estimación (avance) del PIB	t	30 (antes 45)	45	28
Primera publicación del PIB con mayor desglose	t	60	64	28
Cuentas de los sectores institucionales	t	90	121	56-60
Estadísticas de finanzas públicas	t	90	96	56-60
Indicadores de actividad				
Índice de producción industrial	m	40	42	14-17
Índice de producción industrial (nacional)	m	30 (antes 35)	34	13-20
Índice de entradas de pedidos en la industria	m	50/40 ²	56	23-28
Índice de precios de importación de productos industriales	m	45	[38]	9-18
Producción en la construcción	m	45	49	31
Índice de cifra de negocios para el comercio al por menor y reparaciones	m	30	35	11-15
Índice de cifra de negocios para otros servicios	t (idealmente m)	60	59	75
Índices de precios de los servicios	t (idealmente m)	60	n.d.	17
Indicadores del mercado de trabajo				
Tasa de paro	m	30	30	3
Tasa de puestos de trabajo vacantes	t	45	74	40
Empleo	t	45	75	1-8
Índice de costes laborales	t	70	74	29
Indicadores de comercio exterior				
Saldo de comercio exterior	m	46	48	42
Indicadores del mercado de la vivienda				
Precios de la vivienda ¹	t	90	n.d.	45 ³
Ventas de viviendas	t	90	n.d.	25
Licencias de edificación	t	90	89	20

Fuente: Comité Económico y Financiero, «Status Report on Information Requirements in EMU», 2009.

Notas: n.d. = no disponible; [] = disponible pero no publicado.

Los calendarios de publicación corresponden al número de días naturales transcurridos después de finalizado el período de referencia. La posición de los fines de semana y de los días festivos dentro de cada mes puede dar lugar a cambios menores en el número de días naturales tras el final del período de referencia.

1) El Sistema Estadístico Europeo no elabora todavía un índice europeo de precios de la vivienda. Los datos disponibles, (por ejemplo, el indicador semestral elaborado por el BCE) se basan, en parte, en fuentes no oficiales.

2) Objetivo de publicación a largo plazo: 40 días.

3) Datos mensuales.

tadístico Europeo, ya que los datos de la zona del euro se basan en las contribuciones nacionales. Eurostat y el BCE ya han puesto en marcha varias iniciativas en este sentido, incluidas algunas propuestas respecto a una política armonizada de revisiones, directrices europeas sobre el ajuste estacional y orientaciones sobre la comunicación de las revisiones de mayor alcance.

En el examen de los PíEE⁴ se prevé que la lista revisada de indicadores y los correspondientes objetivos de calidad se apliquen en 2012 como muy tarde. También se incluye un programa de investi-

gación para los próximos diez años, que debería configurar el futuro conjunto clave de indicadores económicos europeos de corto plazo. Este enfoque permitirá al Sistema Estadístico Europeo dar una respuesta rápida a los nuevos desafíos y necesidades de los usuarios. La positiva experiencia adquirida con los PíEE ha inspirado iniciativas similares a escala mundial, como los Principales Indicadores Mundiales, que se examinan en la sección 3.7.

4 Conclusiones del Consejo ECOFIN sobre el «Status Report on Information Requirements in EMU», 2008, 4 de noviembre de 2008.

3 PROGRESOS ALCANZADOS, EVALUACIÓN Y PLANES FUTUROS

3.1 ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro se menciona explícitamente en la definición cuantitativa de estabilidad de precios del BCE y, por lo tanto, constituye el principal indicador para medir el éxito de su política monetaria. El IAPC nacional también desempeña un papel crucial para evaluar la convergencia de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

El IAPC se publica, primero, como una estimación avance del índice general, el último día del mes de referencia y, después, con todos los detalles, unas dos semanas más tarde. La estimación avance ha resultado ser sumamente fiable. La lista revisada de PíEE incluye un desglose de dicha estimación en cinco grandes agregados. Se está trabajando dentro del Sistema Estadístico Europeo para investigar la viabilidad de proporcionar ese desglose, comenzando por los componentes energético y no energético.

Un amplio conjunto de legislación de la UE rige la metodología que han de aplicar los institutos nacionales de estadística a la hora de elaborar los IAPC nacionales y, como resultado, el IAPC es una de las estadísticas más armonizadas entre todos los países de la UE. En los últimos años se han adoptado nuevas normas para armonizar los días de cada mes en los que se recopilan⁵ los precios y clarificar aún más la base conceptual del IAPC⁶. En 2009 se aprobó un nuevo reglamento sobre el tratamiento de los productos estacionales⁷ (es decir, productos que no están disponibles para la venta durante ciertas épocas del año), que se comenzará a aplicar en 2011.

En términos de comparabilidad internacional más allá de la UE, una mejora importante ha sido la publicación, por parte del US Bureau of Labor Statistics, de un IAPC experimental para Estados Unidos. Además, un número cada vez mayor de países de Europa no pertenecientes a la UE está compilando o desarrollando índices de este tipo.

Otro ámbito importante en el que se ha progresado notablemente es el relativo a la medición del impacto de las decisiones gubernamentales sobre la inflación. El BCE ha desarrollado y publicado estimaciones experimentales de los precios administrados (es decir, precios que fija el gobierno o en los que influye significativamente⁸) basadas en el IAPC. Al mismo tiempo, Eurostat ha elaborado un IAPC a tipos impositivos constantes, que se publicó por primera vez en octubre de 2009⁹. Estos índices ayudan al BCE a evaluar la inflación medida por el IAPC de forma más exacta y a enriquecer el análisis de la evolución de los precios de consumo.

En los últimos años, las estadísticas de inflación han sido objeto de especial escrutinio por parte de los medios de comunicación, y del público en general, en muchos países del mundo. Es importante que el público confíe en la fiabilidad de los indicadores oficiales de inflación, aun cuando estos puedan diferir de sus percepciones subjetivas de la evolución de los precios. Dentro de la zona del euro, varios institutos nacionales de estadística han adoptado medidas para lograr una comprensión más cabal, por parte del público, tanto de la inflación como de la forma en que esta se mide. El BCE ha contribuido a estas iniciativas a través de una sección especial de su dirección de Internet en la que puede descargarse una herramienta interactiva para visualizar la evolución del IAPC de la zona del euro y sus componentes¹⁰.

5 Véase Reglamento (CE) n° 701/2006 del Consejo, de 25 de abril de 2006 por el que se establecen normas de desarrollo para la aplicación del Reglamento (CE) n° 2494/95 en lo referente a la cobertura temporal de la recogida de precios para el índice de precios de consumo armonizado.

6 Véase Reglamento (CE) n° 1334/2007 de la Comisión, de 14 de noviembre de 2007 por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1749/96 para la aplicación inicial de las medidas del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo sobre los índices armonizados de precios de consumo.

7 Véase Reglamento (CE) n° 330/2009 de la Comisión, de 22 de abril de 2009 por el que se establecen normas de desarrollo del Reglamento (CE) n° 2494/95 del Consejo en lo que respecta a las normas mínimas para el tratamiento de los productos de temporada en los índices de precios de consumo armonizados (IPCA).

8 Véase 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.

9 Véase el recuadro titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

10 Véase la sección «Inflation and the euro», en la dirección del BCE en Internet.

A pesar de los avances logrados, es sumamente importante seguir desarrollando el IAPC. Un objetivo prioritario ha de ser la mejora y armonización de los métodos de muestreo y de ajuste por calidad, es decir, procedimientos comunes para actualizar las cestas de bienes y servicios que componen el índice en cada país, así como para identificar y eliminar la parte de las variaciones de los precios que tienen su origen en cambios en la calidad de los productos. Si bien en los últimos años se ha realizado una gran labor de desarrollo en estos ámbitos, es necesario desplegar más esfuerzos para que los métodos aplicados sean plenamente comparables. Otra prioridad es la finalización de los trabajos sobre el tratamiento de la vivienda en propiedad. Actualmente se ha ampliado a todos los Estados miembros de la UE, menos uno, un proyecto piloto coordinado por Eurostat, cuyos resultados están previstos para 2010. Este proyecto debería facilitar asimismo información puntual y fiable sobre la evolución de los precios de la vivienda.

3.2 ESTADÍSTICAS DE VIVIENDA

El análisis de los mercados de la vivienda de la zona del euro y de la UE se intensificó antes y durante la crisis, al igual que la demanda de estadísticas de alta calidad sobre las condiciones de la oferta y la demanda en dichos mercados, con especial hincapié en las variaciones de los precios de la vivienda a lo largo del tiempo. No obstante, la disponibilidad y la calidad estadística de los datos no financieros existentes sobre el mercado de la vivienda distan mucho de ser satisfactorias. En varios casos, estas estadísticas solo pueden obtenerse a partir de fuentes no oficiales. Dada la importancia de contar con estadísticas comparables y de alta calidad sobre los mercados de la vivienda, en 2008 se añadieron a la lista de los PIEE tres nuevos indicadores: precios de la vivienda, ventas de viviendas y licencias de edificación. Aunque los datos sobre licencias de edificación ya los compila el Sistema Estadístico Europeo y solo es necesario mejorarlos más en cuanto a su fiabilidad estadística, actualmente no existen datos oficiales armonizados a nivel europeo sobre precios de la vivienda y ventas de viviendas. El trabajo más prometedor,

actualmente en curso, para instrumentar un índice armonizado de los índices de precios de la vivienda y de las ventas de viviendas lo está realizando el Sistema Estadístico Europeo en el contexto de la medición de los precios de venta de las viviendas en propiedad.

Para solucionar las carencias existentes en las estadísticas sobre las variaciones de los precios de la vivienda de los Estados miembros de la zona del euro y de la UE, el BCE ha venido recopilando datos sobre los precios de la vivienda para los países de la UE en colaboración con los bancos centrales de la Unión. Desde 2001, el BCE ha compilado y publicado un agregado para la zona del euro ponderando conjuntamente las variaciones de los precios de las casas y apartamentos de los países de la zona. Desde principios de 2005, también se han estado recopilando estadísticas sobre precios de la vivienda para los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro.

Aunque no se han escatimado esfuerzos para recopilar datos que sean lo más comparables posible, los datos originales provienen de varias fuentes nacionales, tanto oficiales como no oficiales, que pueden diferir en varios aspectos. Existen diferencias en cuanto al tipo de precios registrados, la cobertura de las regiones, los tipos de vivienda y otros aspectos estadísticos, especialmente en la forma en que se corrigen las variaciones de los precios para tener en cuenta los cambios en la composición de las viviendas incluidas en la muestra a lo largo del tiempo. En este contexto, se necesitan con urgencia datos sobre índices de precios de la vivienda totalmente comparables, a fin de completar el análisis de la coyuntura que sirve como elemento de juicio en la formulación de la política monetaria.

3.3 CUENTAS NACIONALES

Las cuentas nacionales se elaboran de acuerdo con el Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95)¹¹ y proporcionan una visión completa y coherente de la economía.

11 Véase Reglamento (CE) n° 2223/96 del Consejo, de 25 de junio de 1996, relativo al sistema europeo de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad.

Desde mayo de 2003, Eurostat ha publicado una estimación provisional del crecimiento real del PIB, con datos trimestrales corregidos de efectos estacionales y de calendario, 45 días después de finalizado el trimestre de referencia. La puntualidad de las primeras estimaciones de los principales componentes del gasto y del detalle por actividad del valor añadido ha mejorado de 70 a 64 días en la actualidad. La estimación avance del PIB de la zona del euro es un indicador fiable¹² y ampliamente valorado, con una cobertura por países que se extiende actualmente al 95% del PIB de la zona. La evolución del crecimiento del PIB de la zona del euro que indican las estimaciones avance no difiere mucho de las estimaciones posteriores, y la mayoría de las revisiones tiene su origen en la incorporación de fuentes de información de periodicidad anual, como puede observarse en el gráfico siguiente

Las primeras estimaciones de los datos sobre rentas (incluida la remuneración de los asalariados), así como el detalle por activos de la formación bruta de capital fijo y el desglose del comercio exterior por bienes y servicios, están disponibles, general-

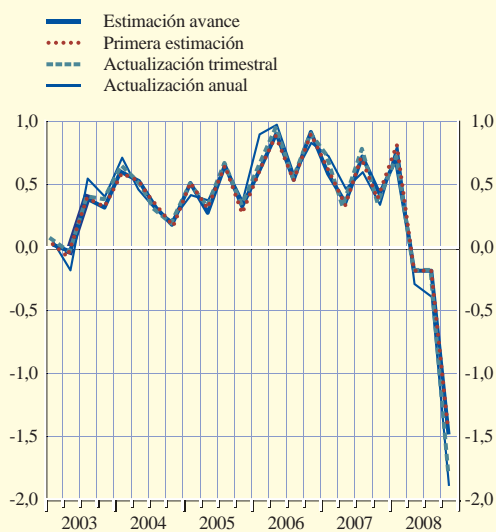
mente, cuando se publican los datos sobre empleo (concepto de las cuentas nacionales) 72 días después. El resto de las variables —incluido el detalle por actividades de la remuneración de los asalariados— se publica 100 días después del trimestre de referencia. Otra estimación importante es la relativa a las cuentas integradas trimestrales de la zona del euro por sectores institucionales¹³, que Eurostat y el BCE han venido publicando desde junio de 2007. Este conjunto de datos, que ahora se publica unos 120 días después del trimestre de referencia, ofrece una panorámica completa del proceso económico, desde la producción a las operaciones financieras y los balances. Actualmente, se está trabajando para incorporar los datos trimestrales sobre activos no financieros y riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro que el BCE viene publicando anualmente desde 2006 en las cuentas de la zona del euro.

En consonancia con la revisión de los PíEE, se contempla introducir nuevas mejoras respecto a la puntualidad. El objetivo a medio plazo es publicar, para 2012, las cuentas nacionales trimestrales de la zona del euro con arreglo a un calendario armonizado de publicación, que comenzaría con una estimación avance del PIB con 30 días de desfase, a la que seguiría una primera estimación de los componentes del PIB transcurridos 60 días del período de referencia y, por último, finalizaría con las cuentas trimestrales por sectores con un desfase de 90 días respecto al período de referencia. La publicación de una estimación avance del PIB con 30 días de desfase permitiría cubrir mejor las necesidades en materia de formulación de las políticas económicas y armonizar la puntualidad con las normas internacionales. Actualmente se está investigando la viabilidad de este proyecto.

En diciembre de 2007, el Parlamento Europeo y el Consejo adoptaron un reglamento por el que se exige a los institutos nacionales de estadística que faciliten a Eurostat datos trimestrales adicionales

Crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro

(tasa de variación)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

12 Véase el artículo titulado «Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

13 Véase el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», en el Boletín Mensual de noviembre de 2007.

de las cuentas nacionales; por ejemplo, sobre la durabilidad del gasto en consumo privado y la desagregación geográfica de las exportaciones y las importaciones. Esta última información permitirá compilar datos sobre el comercio exterior de la zona del euro que solo reflejen las transacciones de los países que integran la zona con países no pertenecientes a la misma. Actualmente, las exportaciones y las importaciones reflejan el comercio de bienes y servicios entre los países de la zona del euro y no están ajustadas por las asimetrías derivadas del registro del comercio a escala nacional. Esta es la principal deficiencia conceptual que presentan las cuentas nacionales trimestrales de la zona y también la diferencia más destacable con respecto a las cuentas trimestrales integradas de los sectores institucionales de la zona del euro.

Otras cuestiones pendientes son las relativas a la armonización, tanto de las prácticas de corrección de efectos estacionales como de las políticas de publicación y revisión (véase sección 2). A lo largo de 2005-2006, el Sistema Estadístico Europeo introdujo cambios importantes¹⁴ en las cuentas nacionales, como las medidas de volumen encadenadas y un nuevo tratamiento de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Dado que los institutos nacionales de estadística han incorporado estos cambios a nivel nacional de forma escalonada, las revisiones de los datos nacionales han estado influyendo en los resultados de la zona del euro de forma continua, lo que ha afectado negativamente a la comparabilidad y a la estabilidad de estos últimos y, a su vez, ha puesto de relieve la necesidad de una mayor coordinación de las revisiones de mayor cuantía. Además, en el caso de algunos países, se ha reducido la longitud de las series temporales con datos históricos consistentes, lo que ha supuesto un acortamiento de las series oficiales de la zona del euro elaboradas por Eurostat desde 1991 hasta 1995. Para hacer frente a las necesidades de los usuarios que demandan series temporales de mayor longitud, el BCE ha publicado recientemente estimaciones del PIB trimestral de la zona del euro y de sus principales componentes de gasto desde 1980¹⁵. Para evitar problemas similares de cambios de metodología o cobertura, se está prestando

mucha atención a la coordinación de la próxima revisión de gran alcance, que afecta a la aplicación de la clasificación revisada de actividades económicas «NACE Rev. 2» (véase recuadro) a las cuentas nacionales, prevista para septiembre de 2011. También será necesaria una coordinación exhaustiva para la puesta en práctica del Sistema Europeo de Cuentas revisado, prevista para 2014.

Varias iniciativas recientes proponen la elaboración de un conjunto de indicadores alternativos que no se limiten al PIB¹⁶, dado que este es, ante todo, una medida de la producción de los mercados y, aunque puede arrojar cierta luz sobre algunos aspectos del bienestar, nunca se pretendió que fuera un indicador de bienestar económico como tal. Se propone la renta disponible de los hogares como medida más relevante del bienestar o del nivel de vida de los ciudadanos, ya que puede haber grandes diferencias entre la renta de los ciudadanos de un país y las medidas de la producción nacional (parte de la renta la generan los no residentes y algunos residentes reciben renta del exterior).

Además, la medida de la renta disponible de los hogares tiene en cuenta, por ejemplo, el hecho de que los impuestos que pagan los hogares se deducen de su renta disponible y, a su vez, se toman en consideración las transferencias recibidas de las Administraciones Públicas. Por la misma razón, no se puede dejar de tener en cuenta las propuestas formuladas para complementar los datos sobre los flujos de renta con medidas de activos, pasivos y riqueza neta, especialmente en el caso de los hogares. Esta ha sido una de las principales preocupaciones del BCE al elaborar, conjuntamente con Eurostat, las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, incluidos los balances financieros, que también ha estado presente en los planes actuales para introducir los datos de los balances no financieros de los sectores institucionales. Por últi-

14 Véase el recuadro titulado «Mejoras en las cuentas nacionales y en el PIB de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre de 2005.

15 Estas series largas sobre el PIB de la zona del euro y sus principales componentes de gasto pueden consultarse utilizando la herramienta *Statistical Data Warehouse* en la dirección del BCE en Internet.

16 Véase, por ejemplo, Joseph E. Stiglitz, Amartya Sen y Jean-Paul Fitoussi, «Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress», 2009.

mo, estas propuestas confirman igualmente la importancia del proyecto actual del Eurosistema de elaborar una encuesta sobre la financiación y el consumo de los hogares.

Complementar el PIB con un número limitado de indicadores (no monetarios) sobre el bienestar podría resultar beneficioso, siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones: los indicadores han de estar bien definidos, ser elaborados por una institución independiente y basarse en una metodología transparente, que vaya acompañada de suficientes metadatos.

3.4 ESTADÍSTICAS COYUNTURALES DE ACTIVIDAD

Las estadísticas coyunturales, como las estadísticas de producción industrial, cifra de negocios del comercio al por menor, entradas de pedidos y precios industriales, proporcionan información importante para analizar la coyuntura y aportan datos útiles para el análisis del ciclo económico y de las presiones inflacionistas que realiza el BCE. Estas estadísticas brindan información puntual y detallada, a menudo con frecuencia mensual, que complementa los datos más completos que se obtienen de las cuentas nacionales. La puntualidad de las estadísticas coyunturales es un importante rasgo de calidad para el BCE. Desde 2004, las primeras estimaciones de las estadísticas del comercio al por menor de la zona del euro (con un detalle limitado) han estado disponibles unos 35 días después del final del mes de referencia, lo que representa una considerable mejora en comparación con el anterior desfase de 65 días¹⁷. En los últimos años, también se ha mejorado la puntualidad de otros indicadores coyunturales, aunque de forma menos notable.

En 2005 se aprobó una revisión del Reglamento de la UE sobre las estadísticas coyunturales¹⁸. Este Reglamento exigía, para los indicadores de dimensión internacional, un detalle adicional de las operaciones, diferenciando entre la zona del euro y otros países, así como la elaboración de un índice de precios de importación para la zona del euro, que ha sido publicado ya por Eurostat. El índice de precios de importación¹⁹ viene a llenar

un vacío importante en el análisis de las presiones inflacionistas dentro de la economía de la zona del euro.

Las estadísticas sobre matriculaciones de automóviles en la zona del euro se basan en los datos disponibles de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, que abarcan todos los países de la zona, excepto Chipre y Malta. Este indicador mensual se publica unos 15 días después del final del mes de referencia y el BCE corrige los datos de efectos estacionales y de calendario.

Tradicionalmente, las estadísticas coyunturales se han centrado en la evolución del sector manufacturero y de la construcción. No obstante, casi el 72% del valor añadido en la zona del euro tiene su origen en los servicios (de mercado y no de mercado). Para hacer frente a la falta de indicadores fiables para el sector servicios, el Reglamento revisado requiere también que se elaboren índices de precios industriales y de cifra de negocios para determinados servicios de mercado. Estos datos han comenzado a estar disponibles en los últimos años, aunque solo con frecuencia trimestral, con un desfase de unos 60 días en el caso de la cifra de negocios y de alrededor de 90 días para los precios de producción. Además, los datos actuales solo cubren un número limitado de servicios. Se prevé aumentar la cobertura para mediados de 2010, a medida que expiren las derogaciones a las que aún están acogidos algunos Estados miembros.

Un desafío de primer orden respecto a las estadísticas coyunturales en 2009 fue la actualización del año base, de 2000 a 2005, y la introducción de la nueva clasificación NACE (véase recuadro a continuación). De cara al futuro, las principales mejoras, aparte de continuar con el desarrollo de los indicadores del sector servicios, habrán de darse en la armonización de los actuales indicadores y

17 Véase el recuadro titulado «Primera estimación de la cifra de negocios del comercio al por menor en la zona del euro», en el Boletín Mensual de abril de 2004.

18 Véase Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo sobre las estadísticas coyunturales.

19 Véase el recuadro titulado «Nuevos índices de precios industriales de importación y de precios industriales de exportación para la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008.

en el aumento de su fiabilidad. Ya se ha comenzado a trabajar en este sentido para mejorar el índice de cifra de negocios del comercio al por menor y el de precios industriales. La producción con éxito de estimaciones preliminares fiables para el PIB y el IAPC de la zona del euro debería ser un aliciente para que el Sistema Estadístico Europeo

también elabore estimaciones preliminares de otros indicadores económicos. Se ha propuesto iniciar los trabajos para proporcionar un indicador preliminar sobre la producción industrial de la zona del euro con un desfase de alrededor de un mes con respecto al final del período de referencia («t30»).

Recuadro

ACTUALIZACIÓN DE LA CLASIFICACIÓN DE ACTIVIDADES ECONÓMICAS

La clasificación de actividades económicas o «NACE»¹ constituye el marco de una amplia gama de estadísticas europeas, que incluyen la contabilidad nacional, las estadísticas coyunturales de actividad y las estadísticas del mercado de trabajo². El cambio a la NACE Revisión 2 está organizado por áreas estadísticas y está previsto que se realice durante el período 2009-2011. Las revisiones de las clasificaciones estadísticas son necesarias para reflejar los cambios en la estructura de la economía, por ejemplo, incluyendo las nuevas actividades económicas y productos.

Características de la NACE Revisión 2

La clasificación NACE es obligatoria para el Sistema Estadístico Europeo y es totalmente coherente con la clasificación internacional de actividades económicas «CIU» (Clasificación internacional industrial uniforme de todas las actividades económicas). La NACE tiene una estructura jerárquica que divide las actividades económicas en secciones, divisiones, grupos y clases. A escala nacional, las clases pueden, a su vez, subdividirse.

Conforme a la NACE Revisión 2, la regla básica de clasificación, es decir, la asignación de unidades estadísticas basándose en la principal actividad que genera valor añadido, no varía. No obstante, la NACE Revisión 2 incluye un mayor número de desgloses que tienen por objeto reflejar nuevas formas de producción y ramas de actividad. Por ejemplo, la nueva división «Fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos» se ha creado para combinar actividades de alta tecnología. El mayor aumento en el número de desgloses corresponde a los servicios. Por ejemplo, la sección «Hostelería» refleja ahora con más exactitud ciertas actividades como los servicios móviles de alimentación o de *catering* para eventos. La nueva sección «Información y comunicación» combina actividades que suponen la producción y distribución de información, actividades de tecnología informática y proceso de datos, que anteriormente se clasificaban en varias rúbricas.

La mayoría de las nuevas rúbricas de la NACE o no han variado, o simplemente han cambiado de nombre, o se han obtenido a partir de dos o más rúbricas antiguas. Aproximadamente en un tercio de los casos, una rúbrica de la anterior versión de la NACE se ha dividido en dos o más. En los casos en que

1 Las siglas «NACE» tienen su origen en el título en francés «Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes», con el que se designa la clasificación estadística de las actividades económicas en las Comunidades Europeas.

2 Reglamento (CE) n° 1893/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2 y por el que se modifica el Reglamento (CEE) n° 3037/90 del Consejo y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos.

dos o más rúbricas de la NACE anterior correspondían a dos o más rúbricas de la NACE Revisión 2, ha sido necesario proceder a una reclasificación más complicada.

Aplicación de la NACE Revisión 2

Los indicadores coyunturales de actividad, como la producción industrial, los precios de producción industrial, las entradas de pedidos y la cifra de negocios para el comercio al por menor, se clasifican conforme a la NACE Revisión 2 desde el período de referencia de enero de 2009, en el caso de los indicadores mensuales, y desde el primer trimestre de 2009, en el caso de los indicadores trimestrales. La evaluación general de la introducción de la NACE Revisión 2 es favorable, dado que el Sistema Estadístico Europeo ha podido llevar a cabo este proyecto exigente y complejo sin retrasos importantes³. No obstante, siguen pendientes algunas cuestiones en las que habrá que seguir trabajando, por ejemplo, algunas revisiones más completas de las series nacionales, la provisión, a veces insatisfactoria, de datos históricos y la falta de un conjunto de ponderaciones plenamente coherente en el ámbito nacional y europeo. Por primera vez, se han publicado índices de costes laborales de la zona del euro del primer trimestre de 2009 conforme a la NACE Revisión 2, aunque con limitaciones en los datos históricos en el caso de varios Estados miembros y una ausencia generalizada de datos corregidos de efectos estacionales y de calendario. En cuanto a los resultados de la encuesta de población activa, el cambio a la nueva metodología se produjo con la publicación, por parte de Eurostat, de los datos de los agregados europeos correspondientes al primer trimestre de 2009, en octubre de ese mismo año, lo que equivale a un desfase de un año.

El proceso de cambio a la nueva versión continuará en 2010 y 2011. Concretamente, en lo que respecta a la contabilidad nacional, el cambio previsto para septiembre de 2011 supone que todos los Estados miembros cumplan estrictamente el calendario acordado, de modo que puedan facilitarse puntualmente datos completos y fiables sobre la zona del euro.

³ Véase el recuadro titulado «Cambios recientes en los indicadores coyunturales», en el Boletín Mensual de abril de 2009.

En el conjunto de estadísticas coyunturales también figuran algunos indicadores del mercado de trabajo. Concretamente, se dispone, para la zona del euro, de series sobre empleo, horas trabajadas y salarios. Las estimaciones mensuales se publican con periodicidad trimestral, debido a que se elaboran a partir de una combinación de datos mensuales y trimestrales nacionales. En general, estos datos presentan una puntualidad más rigurosa que la establecida en el Reglamento de la UE sobre las estadísticas coyunturales, pero en algunos casos los resultados pueden ser muy volátiles (por ejemplo, en el caso de las horas trabajadas). En lo que respecta a su cobertura, estos indicadores solo se publican para las ramas de industria y construcción y son comparables con los respectivos indicadores del mercado de trabajo de la contabilidad nacional (véase sección siguiente).

3.5 ESTADÍSTICAS DEL MERCADO DE TRABAJO

EMPLEO

En los últimos años se han producido varios cambios en la elaboración de los indicadores del mercado de trabajo y, en 2010, se esperan mejoras significativas. Aunque parciales, estadísticas de empleo en términos de personas empleadas podían ya obtenerse a partir de las cuentas nacionales en 2003, incluidas las primeras estimaciones de los agregados europeos trimestrales y anuales. Desde entonces, estos datos han mejorado en calidad y puntualidad. Debido a la mayor cobertura de las series nacionales trimestrales, las estimaciones del desempleo para la zona del euro se han publicado con un desfase de 75 días respecto al trimestre de referencia desde junio de 2006, incluyendo un desglose por situación laboral (empleado y autónomo). Otro cambio reciente es la publicación si-

multánea del desglose del empleo por actividad económica. Como las primeras estimaciones de la remuneración total de los asalariados, correspondientes a la zona del euro, se publican junto con los datos de empleo, pueden obtenerse estimaciones del indicador remuneración por asalariado. Si bien esto ya es un logro significativo, en lo que a puntualidad se refiere, el Sistema Estadístico Europeo todavía tiene que alcanzar el objetivo deseado de reducir el desfase a 45 días después de concluido el trimestre de referencia.

La medida preferida para analizar la evolución del empleo y calcular la productividad del trabajo son los datos sobre empleo en términos de horas trabajadas. Este concepto permite aproximar mejor el factor trabajo efectivamente utilizado en el proceso de producción que otras medidas menos refinadas, como el número de personas empleadas o los puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. La medida del factor trabajo en términos de horas efectivamente trabajadas también resulta más comparable entre países, dado que no depende de diferencias estructurales nacionales, como, por ejemplo, la proporción de asalariados a tiempo parcial, y permite elaborar datos más precisos sobre la productividad del trabajo por sectores cuando alguien trabaja en más de un sector. Para la zona del euro, las primeras estimaciones anuales hasta 2007 estuvieron disponibles a finales de 2008 y se han actualizado con cierto retraso debido al desfase con que se han publicado los datos nacionales. Las estimaciones trimestrales para la zona del euro, que estaba previsto publicar en 2004, aún no están disponibles. Se espera que la cobertura de los datos mejore a principios de 2010 y que, para entonces, también estén disponibles los primeros datos agregados de la zona del euro.

Con todo, esta medida del factor trabajo, basada en el número de horas trabajadas, sigue siendo una solución de compromiso en comparación con otras medidas del empleo ajustadas en función de las diferencias en la composición de la mano de obra, la cualificación y los niveles de formación alcanzados, elementos clave para obtener una medida más precisa de la productividad del trabajo, y de los que todavía no se dispone de información para el conjunto de

la zona del euro. Eurostat tiene previsto trabajar en la estimación de estos datos en el marco del proyecto EU KLEMS²⁰ del Sistema Estadístico Europeo. La principal fuente de la estimación completa de estos datos será la encuesta de población activa de la UE.

La encuesta de población activa de la UE también ofrece estimaciones trimestrales de datos sobre empleo. Esta completa fuente de datos proporciona, además, una serie de desgloses adicionales (por edad, sexo, ocupación, educación) que no pueden obtenerse de otras fuentes y que son necesarios para analizar la evolución del mercado de trabajo. Los agregados de la zona del euro solo pueden calcularse con un desfase de 110 a 115 días con respecto al final del período de referencia, una vez que todos los países europeos han proporcionado ya sus datos.

DESEMPLEO

Las estadísticas mensuales armonizadas sobre desempleo en la zona del euro se publican normalmente el último día del mes siguiente al período de referencia. Los datos de la zona del euro se calculan a partir de los datos nacionales, mensuales y trimestrales de la Encuesta de Población Activa, interpolados, en la medida de lo posible, utilizando datos mensuales de paro registrado. En 2008 se introdujo una significativa mejora en la calidad de los datos de la zona del euro, debido al perfeccionamiento de la metodología empleada para estimar los datos nacionales mensuales. Además, en 2009 entró en vigor el Reglamento de la UE²¹ relativo a la recopilación de datos trimestrales armonizados sobre puestos de trabajo vacantes y, para mediados de junio de 2010, se prevé que haya nuevos datos disponibles para la zona del euro.

COSTES LABORALES

Recientemente se han introducido varias mejoras importantes en el índice de costes laborales por

20 Las siglas «EU KLEMS» corresponden a los factores de producción estándar de la Unión Europea capital (K) y trabajo (L), así como a los insumos intermedios: energía (E), materiales (M) y servicios (S). Véase más información en la sección 3.7.

21 Reglamento (CE) n° 1062/2008 de la Comisión, de 28 de octubre de 2008, por el que se aplica el Reglamento (CE) n° 453/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a las estadísticas trimestrales sobre vacantes de empleo en la Comunidad por lo que se refiere a los procedimientos de ajuste estacional y los informes sobre la calidad.



hora de la zona del euro. En 2009 se introdujo la Revisión 2 de la NACE y se cambió el año del referencial del índice de 2000 a 2008. Al mismo tiempo, se amplió el número de actividades económicas que abarca el índice de costes laborales para incluir los servicios no de mercado. Las derogaciones para el envío de los datos nacionales han expirado, con lo que, en el momento en que se publicaron las primeras estimaciones trimestrales, con un desfase de unos 75 días, se había logrado ya una cobertura casi total en cuanto al número de países declarantes.

El indicador trimestral del BCE relativo a los incrementos salariales negociados es, actualmente, el indicador de evolución de los salarios de la zona del euro que se publica con mayor puntualidad: unos 50 días después del final del período de referencia, frente al desfase de alrededor de 70 días con el que se publican los indicadores de remuneración por asalariado y costes laborales unitarios de la contabilidad nacional y el índice de costes laborales. Se basa en datos nacionales mensuales y trimestrales no armonizados sobre salarios negociados en convenios colectivos. Los salarios negociados reflejan el aumento del salario base acordado entre empleadores y asalariados, excluidas las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores. La definición del BCE incluye los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y otros tipos de remuneración, siempre y cuando sean el resultado de lo acordado en convenio colectivo a nivel centralizado o sindical. En el momento de su publicación, la cobertura de países era de alrededor del 90%-95%.

3.6 ENCUESTAS SOBRE TENDENCIAS ECONÓMICAS

Los resultados de las encuestas de opiniones empresariales (sector manufacturero, construcción, comercio al por menor, servicios) y de opiniones de los consumidores proporcionan información adelantada para los indicadores cuantitativos con un alto grado de puntualidad²². Estas encuestas no son competencia del Sistema Estadístico Europeo, sino que las elaboran diferentes institutos de estadística e investigación. Se ha ampliado la cobertura de las encuestas de la zona del euro para incluir

las ramas de servicios con mayor detalle. Por ejemplo, el programa de encuestas de opinión de la Comisión Europea se ha complementado con una nueva encuesta que abarca los servicios financieros (intermediación financiera, financiación de seguros y pensiones, actividades auxiliares de la intermediación financiera). La transición de las encuestas de opinión a la nueva clasificación que contempla la Revisión 2 de la NACE está prevista para 2010, lo que significa que los resultados de la encuesta de la Comisión Europea coincidirán en mayor medida con los datos correspondientes de las estadísticas oficiales.

Las encuestas a directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés) de los sectores manufacturero y servicios han permitido lograr algunas otras mejoras en cuanto a la puntualidad de los resultados de la zona del euro. Desde 2006, se ha podido disponer de estimaciones avance del Índice de Directores de Compras (PMI), basadas, aproximadamente, en un 85%-90% del total de encuestados, en fechas tan tempranas como la tercera semana posterior al mes de referencia y, ahora, esas estimaciones proporcionan la primera información sobre la evolución de la zona del euro. La fiabilidad general de la estimación avance del PMI es buena. Es de desear que se publiquen estimaciones avance de otras encuestas a directores de compras, por ejemplo, sobre el comercio al por menor o la construcción.

3.7 OTROS TEMAS

EU KLEMS

El proyecto de investigación EU KLEMS se inició en 2004 y fue financiado por la Comisión Europea para analizar la forma de medir la productividad y el crecimiento en la industria en la Unión Europea. En 2007, el Consejo ECOFIN solicitó a Eurostat que redactara, con la asistencia del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (CMFB, en sus siglas en inglés), un plan de

22 Véase el artículo titulado «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», en el Boletín Mensual de enero de 2004 y el recuadro titulado «Utilidad de los indicadores procedentes de encuestas sobre tendencias económicas», en el Boletín Mensual de mayo de 2006.

implementación, para transformar el proyecto de investigación en un producto más del Sistema Estadístico Europeo. El plan fue aprobado por el Consejo ECOFIN en 2008. Se prevé que la base de datos se apoyará en datos puntuales de contabilidad nacional obtenidos del programa de transmisión del SEC 95, complementados con datos de otras fuentes nacionales.

Además, se han programado otros trabajos de investigación y desarrollo encaminados a elaborar metodologías armonizadas para las estimaciones del *stock* de capital, los servicios de capital y del factor trabajo ajustado por calidad, así como cálculos de productividad multifactorial y de crecimiento. El objetivo propuesto es publicar el conjunto de datos estadísticos completo en 2012.

DEMOGRAFÍA EMPRESARIAL

Las estadísticas de demografía empresarial proporcionan un seguimiento de la evolución del número de empresas (altas y bajas) y del *stock* de las mismas a lo largo del tiempo, y pueden proporcionar información sobre el «clima» empresarial en general y la dinámica de una economía. Estos aspectos no solo enriquecen el análisis estructural, sino que, además, aportan información para el análisis de la coyuntura. Sin embargo, no se dispone de estadísticas oficiales sobre demografía empresarial para el conjunto de la zona del euro. Dentro del marco de las estadísticas estructurales de las empresas, los Estados miembros de la UE han de proporcionar anualmente datos nacionales sobre la demografía empresarial. En la actualidad, las derogaciones a las que están acogidos varios Estados miembros dificultan la provisión de agregados para la zona del euro. Se prevé que, para el momento de la presentación de los datos de 2008, todos los Estados miembros de la UE faciliten datos (anuales) sobre demografía empresarial con una puntualidad que varíe entre los 18 meses y los dos años. La actual falta de datos disponibles para el total de la zona del euro, así como la insatisfactoria puntualidad prevista para los futuros datos de la zona, han dado lugar a un proyecto en el que el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro han identificado los datos nacionales que se utilizan para calcular los agregados de la zona correspondientes

a un número más reducido de indicadores de demografía empresarial. Aunque los datos nacionales no están totalmente armonizados, se aproximan bastante a los requisitos establecidos en la definición de los indicadores de demografía empresarial.

CORRECCIÓN DE EFECTOS ESTACIONALES Y DE CALENDARIO

Muchos indicadores económicos de corto plazo se ven notablemente afectados por efectos recurrentes en el mismo período de cada año. Ese tipo de efectos estacionales pueden desfigurar la evolución económica subyacente a corto plazo y, por consiguiente, las series temporales afectadas suelen corregirse de las variaciones estacionales²³. La corrección de los efectos de calendario, que se realiza además de la correspondiente a los efectos estacionales, tiene por objeto eliminar los efectos derivados de la configuración del calendario.

La corrección de los efectos estacionales y de calendario no se ha armonizado todavía suficientemente en la UE y puede variar tanto en el enfoque aplicado para identificar y estimar los efectos estacionales como en las políticas de revisión, el tratamiento de los datos totales y los componentes, etc. Para armonizar los procedimientos de ajuste de estos dos tipos de efectos, el Sistema Estadístico Europeo ha formulado recientemente unas directrices completas sobre ajustes estacionales²⁴. Además, el BCE y Eurostat han colaborado con los responsables nacionales de la elaboración de los datos corregidos de efectos estacionales de la contabilidad nacional y han formulado recomendaciones para lograr un enfoque más armonizado de la corrección de los efectos estacionales y de calendario.

INDICADORES MUNDIALES SOBRE LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS GENERALES

Además del análisis económico de la evolución de la zona del euro, el BCE analiza regularmente el entorno exterior de la zona, a fin de evaluar, entre otras cosas, el impacto de la evolución de la economía mundial sobre el ciclo económico de la zona del

23 Véase el recuadro titulado «Desestacionalización de los indicadores económicos a corto plazo de la zona del euro en la recesión actual», en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

24 Disponible en la dirección del BCE en Internet.

euro. La formulación de normas estadísticas a escala mundial, y el cumplimiento de dichas normas, dista mucho de ser satisfactorio. No obstante, en varios ámbitos, ya se han adoptado normas estadísticas internacionales. Por ejemplo, la clasificación internacional industrial uniforme de las actividades económicas (CIU) es coherente con la NACE europea, y el Sistema de Cuentas Nacionales (SNA 2008) es la referencia para el Sistema Europeo de Cuentas (SCE) «derivado». Además, la labor de organismos estadísticos internacionales, como Naciones Unidas o la OCDE, se ha intensificado en los últimos años y se han formulado recomendaciones, manuales y asesoramiento para los institutos nacionales de estadística de todo el mundo. Por ejemplo, para el índice de producción industrial, Naciones Unidas está preparando un manual con recomendaciones internacionales, cuya publicación está prevista en 2010. Sin embargo, muchos indicadores estadísticos, incluidos los relacionados con las estadísticas económicas generales, no son comparables a escala internacional, ya que los conceptos estadísticos, la cobertura de los datos, las convenciones contables y las prácticas de compilación que se siguen aplicando son diferentes²⁵. En parte para dar respuesta a las necesidades estadísticas provocadas por las turbulencias financieras y la desaceleración económica, el Grupo Interinstitucional sobre Estadísticas Económicas y Financieras creó recientemente una dirección en Internet, en la que figuran los principales indicadores mundiales de las economías del G 20²⁶. Con ello se pretende facilitar el seguimiento de la evolución económica y financiera de estas economías de importancia sistémica. Los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G 20 han aprobado una recomendación para realzar la importancia de esta dirección en Internet, por ejemplo, cerrando las brechas en los datos nacionales y añadiendo series históricas largas²⁷. Con todo, persisten algunos problemas importantes para que la comunidad estadística internacional proporcione, puntualmente, estadísticas coherentes y comparables.

4 CONCLUSIONES

En resumen, las estadísticas económicas generales de la zona del euro han mejorado sensiblemente

en lo que se refiere tanto a su disponibilidad como a su calidad y puntualidad en los últimos años, y el Sistema Estadístico Europeo ha respondido bien a los desafíos planteados por el SEBC. No obstante, persisten algunas deficiencias. La lista revisada de los PíE abarca muchas de ellas y, desde la perspectiva del BCE, su puesta en práctica sigue siendo la principal prioridad. Además, los PíE revisados reflejan la experiencia adquirida por el BCE tras una década de formulación de la política monetaria de la zona del euro. Las principales carencias se detectan en los indicadores del mercado de la vivienda, que no están disponibles, o solo lo están en parte, especialmente las estadísticas sobre precios de la vivienda basadas en datos comparables de todos los países de la zona del euro. También es necesario seguir mejorando en la publicación de estadísticas para los servicios, cada vez más importantes.

Aparte de la publicación de las estadísticas no disponibles, es preciso intensificar los esfuerzos para armonizar las ya existentes. La publicación de estadísticas de la zona del euro 30, 60 o 90 días después de finalizado el período de referencia, dependiendo del tipo de información, reviste especial interés, ya que este calendario se ajusta bien al programa de las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE en las que se considera la orientación de la política monetaria al comienzo de cada mes. De la misma manera, es deseable una mayor sincronización de las políticas de publicación y de revisión. Una cooperación más intensa entre todas las partes interesadas y un liderazgo fuerte a nivel europeo son elementos necesarios para seguir mejorando la disponibilidad de estadísticas económicas generales de la zona del euro, imprescindibles para la ejecución de la política monetaria en la zona.

25 Véase el artículo titulado «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», en el Boletín Mensual de abril de 2005.

26 Véase <http://www.principalglobalindicators.org>. El Grupo Interinstitucional está integrado por el BPI, el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, Naciones Unidas y el Banco Mundial.

27 Véase el informe titulado «The Financial Crisis and Information Gaps», aprobado en la reunión del G 20 de noviembre de 2009, disponible en la dirección del FMI en Internet.

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	Valores mantenidos por los fondos de inversión según sus emisores	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 y fechas posteriores 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
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,9	3,3	-	1,6	.	1,22	3,76
2009 I	5,4	7,3	6,1	-	4,6	26,1	2,01	3,77
II	8,1	5,6	4,4	-	2,1	27,8	1,31	3,99
III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	25,3	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	.	0,72	3,76
2009 Ago	13,4	4,5	2,4	2,4	0,1	24,0	0,86	3,68
Sep	12,8	3,6	1,8	1,5	-0,3	24,3	0,77	3,64
Oct	11,8	2,4	0,3	0,6	-0,8	23,6	0,74	3,68
Nov	12,5	1,8	-0,3	-0,1	-0,7	19,7	0,72	3,57
Dic	12,3	1,6	-0,2	.	0,0	.	0,71	3,76
2010 Ene	.	.	.	.	.	.	0,68	3,66

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	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
2008	3,3	6,1	3,4	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	.	.	.	71,1	.	9,4
2009 II	0,2	-5,7	4,3	-4,8	-18,6	69,9	-1,8	9,3
III	-0,4	-7,8	3,2	-4,0	-14,5	70,3	-2,1	9,6
IV	0,4	-4,6	.	.	.	71,7	.	9,9
2009 Ago	-0,2	-7,5	.	.	-15,1	.	.	9,6
Sep	-0,3	-7,6	.	.	-12,7	.	.	9,8
Oct	-0,1	-6,6	.	.	-11,0	71,0	.	9,9
Nov	0,5	-4,4	.	.	-6,8	.	.	9,9
Dic	0,9	-2,9	.	.	.	.	.	10,0
2010 Ene	1,0	.	.	.	.	72,4	.	.

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 ⁵⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	.	.	.	.	462,4	111,7	110,6	1,3948
2009 I	-36,6	-7,7	-58,8	129,9	395,7	109,9	109,2	1,3029
II	-19,5	13,1	-4,3	82,8	381,5	111,1	110,2	1,3632
III	-1,2	13,3	-24,3	83,4	430,9	112,1	110,9	1,4303
IV	.	.	.	.	462,4	113,8	112,2	1,4779
2009 Ago	-5,4	-1,8	4,8	26,5	428,0	111,7	110,6	1,4268
Sep	-5,9	1,4	-29,9	79,8	430,9	112,9	111,6	1,4562
Oct	-3,6	6,2	-2,0	17,1	437,9	114,3	112,9	1,4816
Nov	1,3	6,8	-0,3	-14,9	464,2	114,0	112,5	1,4914
Dic	.	.	.	.	462,4	113,0	111,3	1,4614
2010 Ene	.	.	.	.	.	110,8	109,1	1,4272

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	8 enero 2010	15 enero 2010	22 enero 2010	29 enero 2010
Oro y derechos en oro	266.919	266.918	266.918	266.919
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	196.138	196.411	195.138	193.793
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	31.434	28.170	27.812	28.273
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	16.190	17.324	17.395	18.092
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	724.030	719.875	720.920	726.311
Operaciones principales de financiación	54.652	60.707	58.629	64.044
Operaciones de financiación a plazo más largo	669.303	659.103	662.188	662.159
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	46	46	83	88
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	30	19	19	20
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	26.890	27.264	28.468	26.705
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	329.637	327.173	328.848	331.188
Valores mantenidos con fines de política monetaria	29.112	29.894	32.054	33.532
Otros valores	300.526	297.278	296.793	297.656
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.171	36.171	36.171	36.171
Otros activos	252.181	251.300	248.673	250.202
Total activo	1.879.590	1.870.606	1.870.342	1.877.655

2. Pasivo

	8 enero 2010	15 enero 2010	22 enero 2010	29 enero 2010
Billetes en circulación	796.391	787.904	783.351	783.544
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	387.831	394.517	387.294	384.802
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	160.684	162.360	244.221	219.534
Facilidad de depósito	227.141	232.147	143.073	165.261
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	6	10	0	7
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	497	516	293	442
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	123.371	119.094	133.000	143.563
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	46.338	43.404	41.016	40.245
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	4.710	4.994	4.967	2.718
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.560	9.215	8.428	9.395
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	51.249	51.249	51.249	51.249
Otros pasivos	166.468	165.474	166.502	167.455
Cuentas de revalorización	220.213	220.213	220.213	220.213
Capital y reservas	72.962	74.028	74.028	74.028
Total pasivo	1.879.590	1.870.606	1.870.342	1.877.655

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde: ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación		
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 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 la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la adaptación al nuevo sistema.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se instrumentarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo mínimo de interés al que las entidades pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas ^{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 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		
11	51.250	160	51.250	1,00	-	-	-	7		
18	52.580	177	52.580	1,00	-	-	-	7		
25	59.066	168	59.066	1,00	-	-	-	7		
2 Dic	58.128	137	58.128	1,00	-	-	-	6		
8	55.779	111	55.779	1,00	-	-	-	8		
16	52.899	125	52.899	1,00	-	-	-	7		
23	58.575	109	58.575	1,00	-	-	-	7		
30	78.647	132	78.647	1,00	-	-	-	7		
2010 6 Ene	54.023	100	54.023	1,00	-	-	-	7		
13	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	7		
20	58.020	101	58.020	1,00	-	-	-	7		
27	63.435	83	63.435	1,00	-	-	-	7		
3 Feb	55.824	74	55.824	1,00	-	-	-	7		
Operaciones de financiación a plazo más largo										
2009 29 Oct	3.284	25	3.284	1,00	-	-	-	91		
11 Nov	2.536	12	2.536	1,00	-	-	-	27		
12	10.794	9	10.794	1,00	-	-	-	91		
12	782	21	782	1,00	-	-	-	182		
26	2.065	19	2.065	1,00	-	-	-	91		
8 Dic	2.655	8	2.655	1,00	-	-	-	43		
10	2.933	9	2.933	1,00	-	-	-	91		
10	1.728	21	1.728	1,00	-	-	-	182		
17	2.558	21	2.558	1,00	-	-	-	105		
17 ⁶⁾	96.937	224	96.937	-	-	-	-	371		
2010 20 Ene	5.739	7	5.739	1,00	-	-	-	21		
28	3.268	22	3.268	1,00	-	-	-	91		

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 11 Nov	Operaciones temporales	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1	
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1	
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1	
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1	
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1	
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1	
12 May	Operaciones temporales	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	
10 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
2010 19 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1	

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de los 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 depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 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	
Sep	18.280,1	9.752,0	786,1	2.453,9	1.206,6	4.081,5	
Oct	18.260,1	9.766,9	763,3	2.420,9	1.224,8	4.084,2	
Nov	18.286,0	9.743,2	756,6	2.436,5	1.245,0	4.104,6	

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
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 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	212,8	1,0	0,0	1,00
7 Dic	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 19 Ene	210,1	211,2	1,2	0,0	1,00
9 Feb	209,5	.	.	.	.

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				Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2009 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
10 Nov	413,0	52,3	626,1	0,3	20,1	86,5	12,0	770,7	148,7	-118,9	212,8	1.070,0
7 Dic	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010 19 Ene	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0

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>.

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 II	2.893,4	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	385,4	327,0	2,7	55,7	-	15,0	480,7	16,4	324,4
2009 Jul	2.734,4	1.500,7	17,7	0,7	1.482,4	391,8	327,8	3,0	60,9	-	15,3	483,6	16,5	326,6
Ago	2.723,6	1.451,3	17,6	0,7	1.433,1	400,6	332,1	3,3	65,3	-	15,7	518,4	16,4	321,2
Sep	2.746,8	1.465,9	17,6	0,7	1.447,7	408,4	336,0	3,3	69,2	-	16,1	517,5	16,6	322,2
Oct	2.693,0	1.405,3	17,6	0,7	1.387,1	410,6	333,7	3,6	73,3	-	16,0	529,4	16,6	315,0
Nov	2.659,4	1.340,1	17,6	0,7	1.321,9	416,1	334,3	3,7	78,2	-	16,1	555,8	16,6	314,7
Dic ³⁾	2.830,5	1.483,2	17,6	0,7	1.464,9	416,9	333,6	3,7	79,6	-	16,5	555,7	16,4	341,8
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.835,8	18.052,0	968,0	10.771,4	6.312,6	4.630,9	1.244,7	1.406,7	1.979,5	98,7	1.199,5	4.754,3	211,4	2.888,9
2009 II	31.815,0	18.050,7	998,5	10.835,8	6.216,3	5.085,8	1.466,2	1.496,1	2.123,5	95,6	1.198,9	4.431,3	215,0	2.737,8
2009 Jul	31.713,1	17.945,9	999,2	10.799,1	6.147,6	5.110,5	1.475,8	1.493,9	2.140,8	95,3	1.204,8	4.390,3	215,8	2.750,5
Ago	31.491,3	17.783,0	1.004,2	10.734,4	6.044,4	5.104,0	1.475,6	1.492,8	2.135,6	94,8	1.213,0	4.343,4	215,9	2.737,3
Sep	31.278,5	17.674,4	994,6	10.768,4	5.911,4	5.115,4	1.504,5	1.492,7	2.118,2	90,6	1.222,1	4.267,0	216,3	2.692,6
Oct	31.212,3	17.659,0	1.014,3	10.722,8	5.921,9	5.102,2	1.517,6	1.490,2	2.094,4	88,7	1.224,9	4.263,7	217,1	2.656,8
Nov	31.335,1	17.673,7	1.007,6	10.750,9	5.915,1	5.107,0	1.519,5	1.490,7	2.096,8	88,2	1.239,0	4.243,0	218,1	2.766,1
Dic ³⁾	31.132,4	17.709,7	1.002,4	10.755,6	5.951,8	5.052,7	1.482,5	1.492,7	2.077,4	85,0	1.237,5	4.255,7	219,6	2.572,3

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 II	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	202,6	364,0
2009 Jul	2.734,4	795,1	1.106,7	128,2	20,2	958,2	-	0,1	286,7	187,1	358,8
Ago	2.723,6	790,0	1.097,0	124,0	21,7	951,3	-	0,1	288,6	177,2	370,8
Sep	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,1
Oct	2.693,0	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,4
Nov	2.659,4	798,7	1.037,0	129,3	27,7	880,0	-	0,1	321,4	143,9	358,4
Dic ³⁾	2.830,5	829,2	1.159,0	102,9	22,4	1.033,7	-	0,1	322,0	140,2	380,0
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.835,8	-	16.741,8	191,0	9.690,9	6.860,0	825,1	4.848,3	1.767,2	4.402,7	3.250,6
2009 II	31.815,0	-	16.771,6	227,3	9.918,6	6.625,7	837,5	4.984,9	1.839,8	4.236,9	3.144,2
2009 Jul	31.713,1	-	16.599,0	170,2	9.882,0	6.546,8	853,6	5.008,7	1.854,3	4.198,7	3.198,8
Ago	31.491,3	-	16.437,2	150,7	9.865,3	6.421,2	854,4	5.004,0	1.875,4	4.133,9	3.186,4
Sep	31.278,5	-	16.349,0	157,0	9.904,5	6.287,5	831,4	4.962,8	1.886,8	4.084,6	3.163,9
Oct	31.212,3	-	16.348,8	164,9	9.901,2	6.282,7	823,8	4.929,5	1.890,8	4.084,9	3.134,5
Nov	31.335,1	-	16.360,1	174,8	9.900,3	6.285,0	810,2	4.932,2	1.902,8	4.072,1	3.257,6
Dic ³⁾	31.132,4	-	16.474,6	144,2	10.020,5	6.309,9	735,9	4.926,5	1.918,9	4.070,2	3.006,3

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 emitidas 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	22.376,2	11.117,3	972,3	10.144,9	2.437,3	1.422,2	1.015,1	882,2	5.274,2	220,9	2.444,3
2008	24.108,0	11.758,6	986,6	10.772,0	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,0	227,1	3.143,3
2009 II	24.080,1	11.852,7	1.016,2	10.836,5	3.292,1	1.793,2	1.498,9	780,7	4.911,9	231,3	3.011,3
2009 Jul	24.028,6	11.816,7	1.016,9	10.799,8	3.300,6	1.803,7	1.496,9	777,7	4.873,9	232,3	3.027,5
Ago	23.946,1	11.756,8	1.021,7	10.735,1	3.303,8	1.807,7	1.496,0	781,8	4.861,8	232,4	3.009,6
Sep	23.898,3	11.781,3	1.012,2	10.769,1	3.336,5	1.840,5	1.495,9	797,4	4.784,6	232,9	2.965,7
Oct	23.849,4	11.755,2	1.031,8	10.723,4	3.345,1	1.851,3	1.493,8	799,1	4.793,1	233,7	2.923,2
Nov	24.002,3	11.776,8	1.025,2	10.751,6	3.348,2	1.853,8	1.494,4	811,6	4.798,8	234,7	3.032,2
Dic ^(p)	23.802,1	11.776,2	1.020,0	10.756,2	3.312,5	1.816,1	1.496,4	811,2	4.811,4	236,0	2.854,8
Operaciones											
2007	2.620,9	1.014,5	-9,9	1.024,4	281,0	-46,3	327,3	55,5	806,6	-0,5	464,4
2008	1.694,0	597,9	12,4	585,5	468,2	58,1	410,2	-56,1	-81,6	-2,2	768,9
2009 II	-224,3	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,8	6,0	-63,1	0,6	-381,5
III	-155,3	-50,9	-3,9	-47,0	32,9	39,1	-6,2	0,4	-91,3	1,9	-47,9
IV ^(p)	-152,7	8,1	9,3	-1,3	-25,4	-22,1	-3,3	13,8	-35,1	3,2	-117,3
2009 Jul	-56,5	-29,5	0,7	-30,2	3,2	6,2	-3,0	-7,0	-39,2	1,2	14,9
Ago	-94,4	-56,9	4,8	-61,7	1,9	3,5	-1,6	0,5	-22,9	0,1	-17,2
Sep	-4,4	35,5	-9,4	44,9	27,8	29,4	-1,6	6,9	-29,3	0,6	-45,6
Oct	-37,8	-18,3	19,7	-38,0	7,6	11,9	-4,2	3,3	13,2	0,8	-44,3
Nov	153,4	25,9	-4,9	30,9	2,2	1,1	1,2	12,6	4,2	1,0	107,4
Dic ^(p)	-268,3	0,4	-5,4	5,8	-35,2	-35,0	-0,2	-2,1	-52,4	1,4	-180,4

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 con respecto a los activos
Saldos vivos										
2007	22.376,2	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.033,6	-48,2
2008	24.108,0	722,9	259,8	9.707,5	726,1	2.828,6	1.613,3	4.780,5	3.579,6	-110,7
2009 II	24.080,1	735,0	352,5	9.942,2	741,7	2.805,9	1.690,0	4.439,5	3.508,2	-135,1
2009 Jul	24.028,6	745,5	298,4	9.902,2	758,0	2.807,1	1.698,6	4.385,8	3.557,7	-124,9
Ago	23.946,1	741,2	274,6	9.887,0	759,3	2.803,2	1.717,2	4.311,1	3.557,2	-105,0
Sep	23.898,3	740,6	295,3	9.927,5	740,5	2.775,5	1.738,7	4.238,7	3.524,9	-83,9
Oct	23.849,4	745,5	317,7	9.927,3	734,9	2.761,9	1.746,2	4.229,8	3.495,9	-109,9
Nov	24.002,3	750,1	304,1	9.928,0	721,8	2.757,3	1.780,8	4.215,9	3.616,0	-72,0
Dic ^(p)	23.802,1	770,0	247,1	10.042,9	650,6	2.769,5	1.798,2	4.210,5	3.386,2	-73,1
Operaciones										
2007	2.620,9	45,8	-13,4	887,5	54,5	269,3	143,4	847,6	456,8	-70,7
2008	1.694,0	83,3	106,1	700,7	29,8	-30,1	138,1	93,3	599,5	-26,8
2009 II	-224,3	15,0	0,5	154,1	-20,0	18,1	55,7	-167,7	-242,2	-37,9
III	-155,3	5,7	-45,6	-1,4	-2,4	-13,8	27,6	-123,0	-53,5	51,1
IV ^(p)	-152,7	29,4	-48,3	111,6	-42,4	-11,8	44,5	-114,3	-126,9	5,5
2009 Jul	-56,5	10,5	-54,1	-39,7	16,0	0,4	2,3	-50,7	42,8	16,0
Ago	-94,4	-4,3	-12,3	-12,8	1,1	2,2	13,1	-49,2	-49,5	17,3
Sep	-4,4	-0,5	20,7	51,1	-19,5	-16,4	12,3	-23,1	-46,8	17,8
Oct	-37,8	4,8	22,3	1,9	-4,8	-10,9	2,9	0,8	-28,0	-26,8
Nov	153,4	4,7	-13,6	3,0	-15,0	1,5	14,6	10,1	111,2	37,0
Dic ^(p)	-268,3	19,9	-57,0	106,8	-22,6	-2,4	27,1	-125,2	-210,1	-4,8

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)

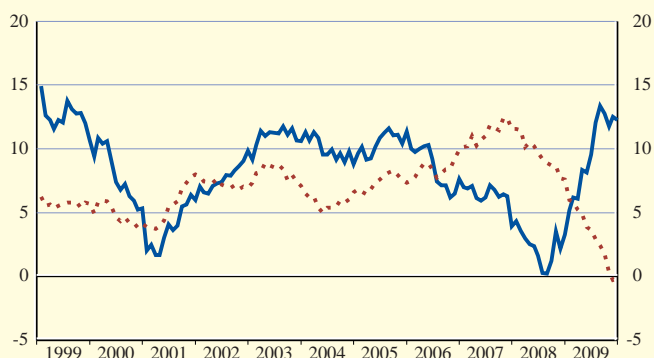
1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	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	Prestamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	3.827,9	3.509,8	7.337,8	1.305,6	8.643,4	-	6.028,0	2.416,9	12.069,5	10.161,9	-	596,0
2008	3.972,9	4.036,6	8.009,5	1.376,8	9.386,3	-	6.294,1	2.563,6	12.989,2	10.787,8	-	423,4
2009 II	4.250,6	3.894,3	8.144,8	1.275,4	9.420,2	-	6.551,1	2.790,2	13.077,5	10.809,8	-	473,9
2009 Jul	4.320,4	3.846,3	8.166,7	1.249,7	9.416,4	-	6.577,9	2.813,8	13.048,5	10.767,0	-	488,1
Ago	4.376,5	3.822,4	8.198,9	1.211,2	9.410,1	-	6.644,0	2.844,3	13.062,9	10.761,0	-	564,6
Sep	4.398,8	3.783,7	8.182,6	1.226,2	9.408,8	-	6.667,4	2.861,6	13.086,0	10.760,8	-	551,8
Oct	4.458,6	3.738,8	8.197,4	1.184,3	9.381,7	-	6.666,4	2.889,5	13.040,5	10.736,9	-	545,7
Nov	4.454,5	3.710,9	8.165,4	1.166,0	9.331,4	-	6.734,0	2.883,0	13.062,9	10.751,7	-	561,2
Dic ^(p)	4.478,1	3.690,1	8.168,1	1.166,5	9.334,6	-	6.755,6	2.865,3	13.082,1	10.769,5	-	573,0
Operaciones												
2007	145,8	529,7	675,5	221,4	896,9	-	510,9	-59,1	1.410,3	1.028,2	1.119,6	-42,8
2008	126,8	486,0	612,8	46,5	659,3	-	260,3	71,0	934,6	584,2	745,6	-176,3
2009 II	128,7	-72,8	55,9	-18,1	37,8	-	131,4	108,1	64,8	16,8	37,4	106,2
III	149,8	-101,3	48,6	-51,5	-2,9	-	115,3	63,3	9,2	-28,7	-26,4	36,2
IV ^(p)	77,5	-94,8	-17,3	-7,5	-24,9	-	63,9	7,6	3,8	20,3	21,3	45,4
2009 Jul	69,8	-47,8	22,1	-26,8	-4,7	-	20,5	19,4	-27,5	-36,3	-35,0	10,1
Ago	56,8	-23,0	33,8	-38,8	-5,1	-	67,6	30,0	13,0	-3,0	1,9	40,3
Sep	23,2	-30,5	-7,3	14,1	6,9	-	27,3	14,0	23,7	10,6	6,7	-14,2
Oct	60,1	-43,9	16,3	-41,9	-25,7	-	-1,4	29,0	-38,4	-16,2	-11,6	-11,2
Nov	-3,4	-27,3	-30,6	-18,5	-49,1	-	52,8	-6,2	25,8	17,5	16,2	-10,0
Dic ^(p)	20,8	-23,7	-2,9	52,9	50,0	-	12,4	-15,1	16,4	19,0	16,8	66,5
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	4,0	17,9	10,1	20,2	11,6	11,9	9,3	-2,6	13,2	11,2	12,1	-42,8
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,5	7,6	7,1	4,3	2,9	7,7	5,7	7,2	-176,3
2009 Jun	9,5	0,4	5,0	-4,0	3,7	3,5	6,1	10,7	3,4	1,4	2,6	126,0
2009 Jul	12,1	-2,7	4,6	-6,7	2,9	3,0	6,0	10,9	2,3	0,6	1,8	143,8
Ago	13,4	-4,1	4,5	-9,6	2,4	2,4	6,3	11,5	1,5	0,1	1,3	172,7
Sep	12,8	-5,3	3,6	-9,0	1,8	1,5	6,5	13,5	1,4	-0,3	0,9	138,9
Oct	11,8	-7,0	2,4	-11,8	0,3	0,6	7,3	15,1	0,9	-0,8	0,2	71,1
Nov	12,5	-8,6	1,8	-12,8	-0,3	-0,1	7,2	13,2	0,6	-0,7	0,1	58,9
Dic ^(p)	12,3	-9,0	1,6	-10,2	-0,2	.	6,7	11,2	0,7	0,0	0,3	153,5

CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

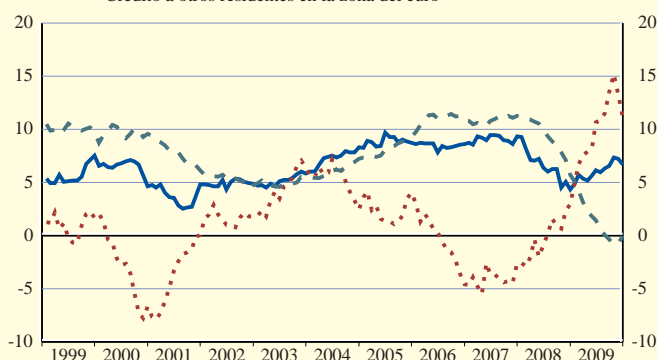
— M1
- - - M3



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



Fuente: BCE.

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

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)

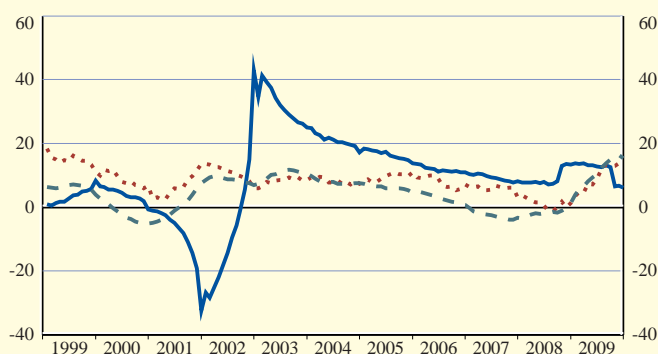
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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	3.202,4	1.969,3	1.540,5	307,6	685,9	312,2	2.549,6	119,2	1.872,6	1.486,6
2008	709,9	3.263,0	2.469,6	1.567,0	354,3	755,6	266,8	2.575,5	121,2	1.990,7	1.606,7
2009 II	734,2	3.516,3	2.197,9	1.696,3	351,3	742,2	182,0	2.607,9	129,7	2.118,4	1.695,1
2009 Jul	733,6	3.586,8	2.123,5	1.722,7	328,9	747,0	173,8	2.618,7	131,0	2.133,9	1.694,3
Ago	742,8	3.633,7	2.079,0	1.743,3	306,6	747,1	157,5	2.638,7	132,0	2.151,3	1.721,9
Sep	747,4	3.651,5	2.022,9	1.760,8	326,9	750,8	148,5	2.626,1	133,0	2.174,7	1.733,7
Oct	745,2	3.713,4	1.952,8	1.786,0	300,6	744,7	139,0	2.615,4	134,1	2.173,8	1.743,3
Nov	753,6	3.700,8	1.916,3	1.794,6	310,2	727,2	128,6	2.629,3	133,1	2.186,2	1.785,4
Dic ^(p)	754,3	3.723,7	1.883,3	1.806,8	348,8	677,7	140,0	2.643,8	131,3	2.189,8	1.790,8
Operaciones											
2007	46,7	99,1	582,2	-52,5	42,1	58,7	120,6	149,5	9,7	209,0	142,8
2008	83,3	43,4	466,0	20,0	48,0	33,3	-34,7	6,2	0,5	115,9	137,6
2009 II	6,8	122,0	-128,2	55,4	10,9	-15,0	-14,0	15,3	4,2	45,3	66,5
III	13,1	136,7	-165,9	64,6	-24,3	7,4	-34,7	35,8	3,4	58,7	17,5
IV ^(p)	7,0	70,5	-140,8	45,9	21,9	-23,6	-5,8	9,2	-1,7	14,3	42,2
2009 Jul	-0,6	70,5	-74,2	26,5	-22,4	4,5	-9,0	10,8	1,3	15,5	-7,1
Ago	9,2	47,7	-43,6	20,6	-22,3	-0,2	-16,4	26,2	1,1	18,3	22,1
Sep	4,6	18,6	-48,0	17,6	20,4	3,1	-9,3	-1,1	1,0	24,9	2,5
Oct	-2,2	62,3	-69,1	25,2	-26,3	-5,3	-10,4	-7,1	1,1	-0,3	5,0
Nov	8,5	-11,8	-35,9	8,6	9,7	-19,4	-8,8	18,5	-1,0	13,3	22,0
Dic ^(p)	0,7	20,1	-35,8	12,1	38,5	1,0	13,4	-2,2	-1,8	1,3	15,2
Tasas de crecimiento											
2007 Dic	8,1	3,2	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,1	6,3	9,5	12,5	10,9
2008 Dic	13,3	1,4	23,4	1,3	15,5	4,8	-11,6	0,3	0,4	6,2	9,4
2009 Jun	12,8	8,9	-6,1	10,4	5,3	2,8	-33,7	0,2	9,3	9,6	11,7
2009 Jul	12,5	12,0	-12,2	12,3	-3,5	3,8	-38,3	-0,1	11,0	10,2	10,7
Ago	13,2	13,4	-15,3	13,7	-8,3	1,9	-42,6	0,6	12,8	10,4	10,6
Sep	12,5	12,8	-17,9	15,0	-3,0	3,1	-48,0	0,8	14,9	11,9	8,9
Oct	6,5	12,9	-21,4	16,3	-11,8	2,7	-50,4	3,4	14,2	12,0	7,5
Nov	6,8	13,8	-23,9	16,3	-6,3	-0,9	-53,1	4,2	11,3	11,1	7,0
Dic ^(p)	6,1	13,6	-24,3	15,3	-1,6	-1,4	-46,7	3,1	7,1	9,7	8,6

C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

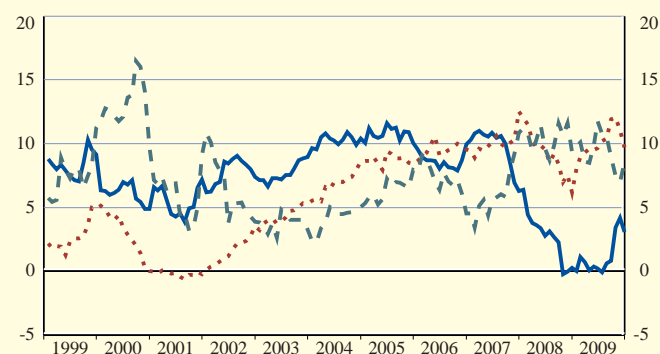
- Efectivo en circulación
- ... Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

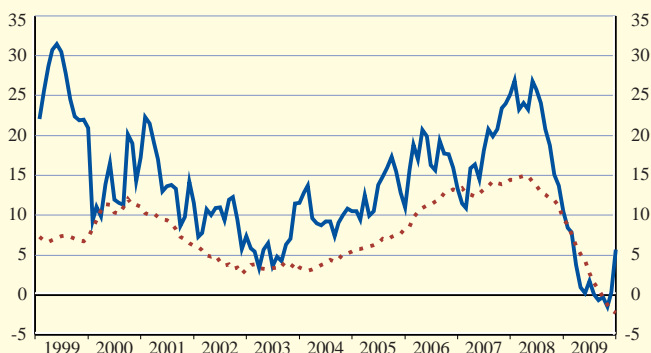
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras			Hogares ⁴⁾				
	Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	107,5	880,5	4.385,0	1.282,1	860,2	2.242,7	4.788,9	616,5	3.425,2	747,1
2008	104,3	978,3	4.823,4	1.381,0	961,6	2.480,7	4.881,8	630,8	3.487,6	763,4
2009 II	100,1	1.026,1	4.793,3	1.284,6	974,7	2.534,0	4.890,4	635,6	3.487,5	767,3
2009 Jul	94,2	1.014,0	4.767,3	1.250,8	968,4	2.548,1	4.891,5	632,3	3.493,6	765,6
Ago	91,2	1.003,8	4.766,8	1.249,8	962,8	2.554,2	4.899,2	630,7	3.500,9	767,7
Sep	94,3	1.008,4	4.749,5	1.238,0	953,8	2.557,7	4.908,5	630,3	3.509,3	768,9
Oct	88,6	999,9	4.731,0	1.222,0	946,8	2.562,2	4.917,4	628,1	3.519,7	769,7
Nov	84,9	1.011,3	4.721,4	1.209,5	938,6	2.573,4	4.934,1	629,6	3.527,7	776,8
Dic ^(p)	90,0	1.035,6	4.694,5	1.184,9	940,9	2.568,6	4.949,5	630,9	3.547,0	771,6
Operaciones										
2007	16,7	177,0	555,0	145,4	155,9	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,4	88,8	419,1	86,9	120,1	212,2	80,7	10,5	53,0	17,2
2009 II	2,3	52,7	-42,1	-51,7	-1,4	11,1	3,9	-4,7	2,4	6,1
III	-5,7	-15,2	-33,8	-44,4	-17,6	28,2	26,0	1,7	20,5	3,8
IV ^(p)	-4,3	28,5	-45,6	-54,3	-9,7	18,4	41,7	0,3	36,9	4,6
2009 Oct	-5,7	-7,1	-13,4	-16,4	-5,2	8,3	10,0	-1,4	10,1	1,2
Nov	-3,7	12,5	-7,9	-11,7	-7,1	10,9	16,6	0,7	8,0	7,9
Dic ^(p)	5,1	23,1	-24,3	-26,1	2,6	-0,8	15,2	1,0	18,8	-4,6
Tasas de crecimiento										
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 Dic	-4,1	10,1	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Jun	-0,7	1,8	2,7	-5,7	7,1	5,9	0,2	-0,8	0,1	1,4
2009 Oct	-12,8	-1,4	-1,2	-11,8	0,7	3,9	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
Nov	-14,4	0,3	-1,9	-12,1	-1,4	3,7	0,5	-1,0	0,3	2,5
Dic ^(p)	-12,5	5,5	-2,3	-13,8	-1,6	3,9	1,3	-0,1	1,5	1,7

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

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

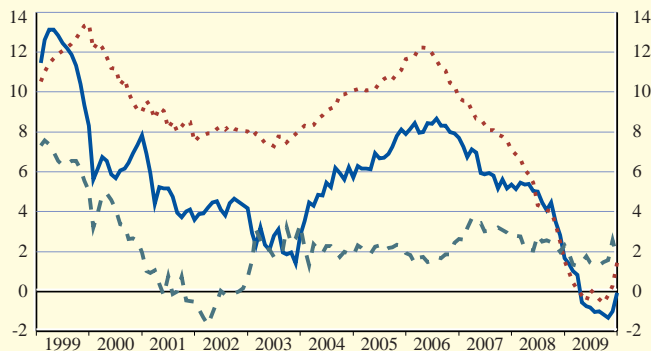
— Otros intermediarios financieros
 - - - Sociedades no financieras



C6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	93,0	69,3	5,7	18,0	962,1	555,0	169,0	238,0	4.828,4	1.377,6	961,4	2.489,4
2009 II	104,0	81,5	7,3	15,1	1.027,1	601,1	184,4	241,5	4.806,4	1.297,1	974,8	2.534,5
III	94,3	71,6	7,8	14,9	1.016,0	585,8	183,6	246,7	4.742,5	1.235,6	953,1	2.553,9
2009 Oct	90,4	66,9	8,0	15,5	988,5	565,1	176,0	247,4	4.723,0	1.217,8	947,4	2.557,8
Nov	85,9	63,0	7,8	15,1	1.005,5	585,0	173,0	247,5	4.720,9	1.213,7	938,7	2.568,5
Dic ^(p)	80,3	57,1	7,2	15,9	1.020,3	595,4	174,4	250,6	4.699,9	1.181,6	940,7	2.577,6
Operaciones												
2008	-4,0	-3,1	-1,8	0,9	89,9	27,3	20,3	42,4	419,5	86,4	120,1	213,0
2009 II	6,8	6,8	1,2	-1,2	35,2	30,0	1,9	3,3	-22,1	-33,8	-1,8	13,5
III	-9,7	-9,9	0,4	-0,3	-8,6	-13,1	-1,2	5,8	-53,9	-59,4	-18,4	23,8
2009 Oct	-3,9	-4,7	0,2	0,6	-26,1	-25,3	-1,5	0,7	-14,4	-18,2	-3,9	7,7
Nov	-4,4	-3,8	-0,2	-0,4	18,1	20,6	-2,9	0,4	-0,4	-3,4	-7,5	10,5
Dic ^(p)	-5,7	-6,0	-0,5	0,8	13,5	9,7	1,4	2,4	-18,3	-33,6	2,2	13,1
Tasas de crecimiento												
2008 Dic	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,5	5,4	13,7	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 Jun	-0,4	-0,1	-3,7	-0,3	1,7	-4,4	13,2	11,0	2,7	-5,7	7,2	5,9
Sep	-7,0	-9,3	23,4	-7,0	-0,2	-4,8	7,5	6,5	-0,2	-10,2	2,0	4,6
2009 Oct	-12,8	-18,5	40,2	-2,6	-1,5	-8,2	8,4	9,5	-1,2	-11,7	0,7	3,9
Nov	-14,6	-19,5	39,7	-9,0	0,3	-3,9	3,8	9,0	-1,9	-12,1	-1,4	3,7
Dic ^(p)	-12,5	-17,5	27,4	-3,7	5,7	6,3	5,8	4,2	-2,3	-13,8	-1,6	3,9

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2008	4.887,9	633,1	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	764,5	155,0	90,5	519,0
2009 II	4.898,3	639,1	136,6	198,6	303,9	3.487,4	15,8	64,1	3.407,5	771,9	154,3	88,3	529,3
III	4.915,6	631,8	133,4	195,8	302,6	3.514,6	15,2	62,3	3.437,1	769,2	148,8	87,9	532,5
2009 Oct	4.920,8	630,0	132,1	195,2	302,7	3.522,3	15,2	62,2	3.445,0	768,5	146,3	87,7	534,5
Nov	4.938,5	628,9	131,7	194,8	302,4	3.530,2	15,1	62,3	3.452,8	779,5	151,4	87,4	540,6
Dic ^(p)	4.955,0	633,1	133,9	195,9	303,3	3.549,2	15,0	62,3	3.471,9	772,7	146,4	87,2	539,1
Operaciones													
2008	80,0	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,4	1,1	-3,8	55,1	17,2	2,5	-5,3	20,1
2009 II	21,5	1,8	0,7	-0,9	2,0	7,7	-0,8	-1,5	10,0	12,0	4,0	-0,1	8,1
III	25,2	-0,3	-2,4	-0,2	2,4	26,0	-0,5	-1,8	28,2	-0,5	-5,2	-0,2	4,8
2009 Oct	6,3	-0,9	-1,1	-0,3	0,5	7,4	-0,1	-0,3	7,8	-0,2	-2,4	-0,1	2,3
Nov	17,6	-1,9	-0,2	-0,3	-1,4	7,8	-0,1	0,1	7,8	11,7	5,0	0,0	6,7
Dic ^(p)	16,3	3,9	2,6	0,3	1,0	18,6	-0,1	0,0	18,7	-6,1	-5,0	-0,1	-1,0
Tasas de crecimiento													
2008 Dic	1,7	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 Jun	0,2	-0,8	-1,8	-5,5	3,0	0,1	-2,4	-11,2	0,3	1,4	-1,7	-5,6	3,8
Sep	-0,3	-1,2	-3,3	-4,4	2,1	-0,6	-11,1	-12,6	-0,3	1,5	-3,0	-3,8	3,8
2009 Oct	-0,1	-1,3	-3,9	-4,1	1,7	-0,2	-12,2	-12,2	0,1	1,6	-3,0	-3,6	3,8
Nov	0,5	-1,0	-2,1	-3,7	1,4	0,3	-12,2	-11,0	0,6	2,6	-2,2	-2,4	4,9
Dic ^(p)	1,3	-0,1	-2,2	-1,8	2,0	1,5	-14,3	-9,9	1,8	1,7	-5,0	-2,2	4,4

Fuente: BCE.

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

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

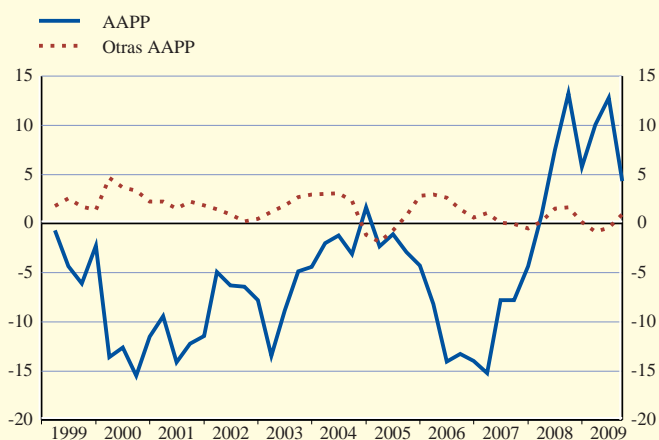
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008 IV	968,0	227,0	210,1	508,6	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 I	971,0	232,9	205,6	511,5	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
II	998,5	249,3	206,5	514,1	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
III ^(p)	994,6	235,6	209,7	518,4	30,7	2.808,0	1.894,1	913,7	48,1	865,6
Operaciones										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,7	381,4	159,3	0,3	159,0
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2008 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	5,5	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
II	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
III ^(p)	-3,8	-13,6	3,2	4,3	2,1	-75,3	-69,8	-5,8	0,9	-6,7
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 Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 I	1,5	10,0	-3,6	3,5	-43,5	-14,3	-16,7	-8,7	-3,6	-9,0
Jun	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,6	-7,5
Sep ^(p)	1,7	4,3	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-0,7	-9,9

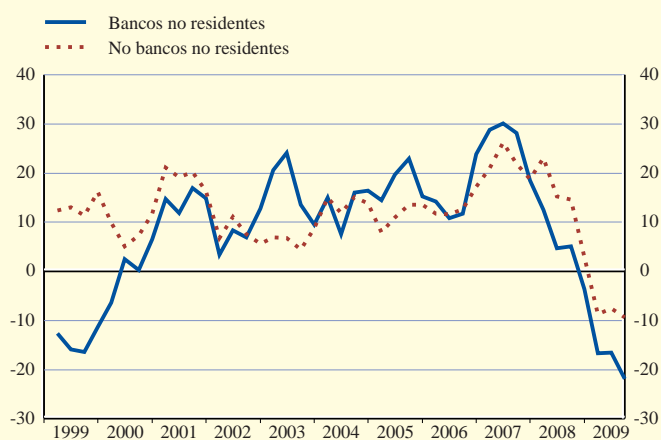
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)}

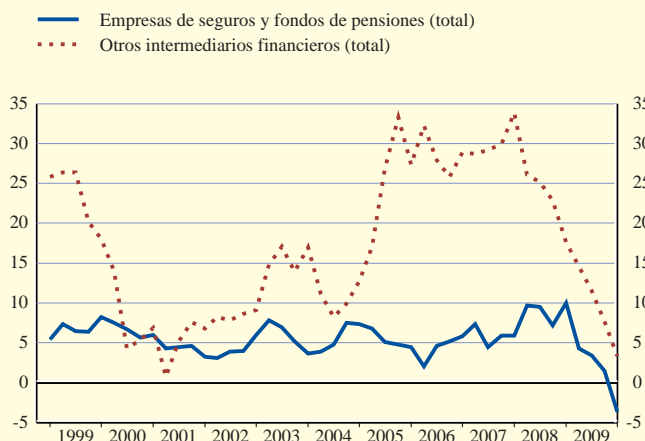
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,5	320,2	421,0	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 II	746,5	85,1	88,5	550,6	1,7	1,5	19,0	1.898,0	337,2	343,8	947,8	14,1	0,0	255,0
2009 Jul	745,1	85,8	88,4	550,7	1,8	1,5	16,9	1.852,7	309,8	346,6	950,3	14,6	0,0	231,4
Ago	745,1	86,8	85,0	551,2	1,8	1,5	18,7	1.834,8	298,3	350,8	945,5	14,5	0,1	225,5
Sep	739,9	83,1	83,8	550,5	1,9	1,4	19,2	1.866,3	314,9	335,0	948,6	14,4	0,2	253,3
Oct	742,3	88,8	83,9	548,0	2,0	1,4	18,3	1.844,7	318,9	337,2	938,8	15,8	0,1	233,9
Nov	734,4	84,6	79,1	545,7	2,0	1,4	21,6	1.850,4	325,9	332,3	938,1	16,1	0,0	237,9
Dic ^(p)	736,1	84,0	85,0	543,3	2,1	1,4	20,2	1.856,5	313,6	332,4	941,2	15,9	0,0	253,4
Operaciones														
2007	38,5	0,8	10,4	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	387,7	33,9	98,7	229,2	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	269,3	4,5	72,2	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009 II	-12,1	-5,4	-9,4	4,9	0,1	0,0	-2,4	61,0	19,5	-20,0	41,4	-0,2	0,0	20,4
III	-6,3	-1,9	-4,5	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-22,2	-22,4	-1,7	3,1	0,4	0,1	-1,7
IV ^(p)	-4,6	0,6	0,8	-7,4	0,3	0,0	1,1	-12,0	-1,6	-3,4	-8,4	1,4	-0,1	0,1
2009 Jul	-1,3	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,0	-2,1	-45,1	-27,4	2,9	2,5	0,5	0,0	-23,6
Ago	0,1	1,0	-3,3	0,5	0,0	0,0	1,8	-16,5	-11,2	4,6	-4,1	-0,1	0,1	-5,9
Sep	-5,0	-3,6	-1,1	-0,7	0,0	-0,1	0,5	39,4	16,2	-9,2	4,6	0,0	0,0	27,8
Oct	2,5	5,7	0,1	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-20,6	4,3	2,6	-9,4	1,4	0,0	-19,4
Nov	-8,1	-4,1	-4,9	-2,4	0,0	0,0	3,2	7,2	7,2	-4,4	0,1	0,3	-0,1	4,0
Dic ^(p)	1,0	-1,1	5,7	-2,4	0,1	0,0	-1,3	1,4	-13,1	-1,5	1,0	-0,3	0,0	15,4
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	33,9	12,0	39,7	47,8	16,4	-	19,1
2008 Dic	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,1	20,0	-2,5	-	34,6
2009 Jun	3,4	14,1	2,2	2,4	25,6	-	-4,0	11,5	3,7	-14,2	21,3	15,4	-	39,9
2009 Jul	3,3	21,3	-0,4	2,2	40,1	-	-15,9	8,5	6,8	-21,7	21,0	1,7	-	30,3
Ago	4,0	28,8	-2,8	2,3	50,1	-	-4,3	6,8	8,2	-23,9	19,9	11,5	-	23,0
Sep	1,5	9,3	-8,3	2,3	55,8	-	-5,9	7,7	1,9	-25,1	21,7	24,0	-	36,3
Oct	0,9	6,3	-7,6	1,9	68,2	-	-12,7	5,3	0,4	-23,7	19,5	32,9	-	20,4
Nov	-0,8	-0,3	-17,5	1,6	89,8	-	9,6	5,0	7,8	-24,6	15,1	37,9	-	23,1
Dic ^(p)	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	95,8	-	-12,3	3,4	2,1	-21,9	10,1	30,0	-	28,7

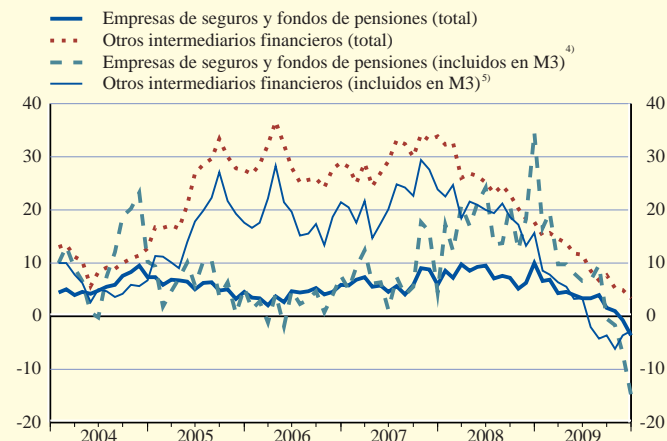
C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

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

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

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

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

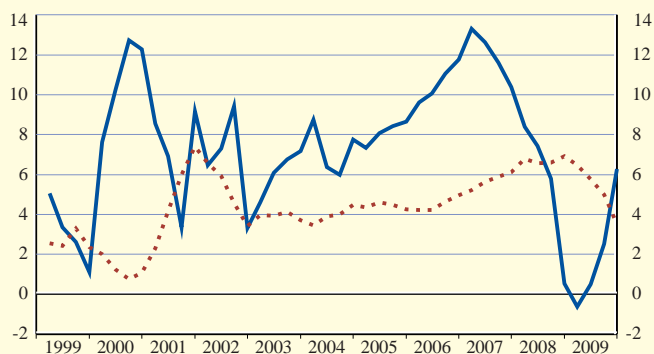
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	12	13	14	
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	1.502,9	883,4	502,2	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 II	1.519,1	917,1	459,3	71,9	49,8	1,5	19,6	5.505,7	2.010,8	1.185,5	536,2	1.604,1	118,2	50,9
2009 Jul	1.519,9	913,6	458,7	74,0	53,7	1,5	18,4	5.515,9	2.028,7	1.154,3	544,5	1.618,0	119,4	50,9
Ago	1.531,0	929,1	451,8	76,1	56,0	1,5	16,5	5.507,5	2.032,0	1.122,0	552,7	1.632,6	120,1	48,1
Sep	1.551,6	951,6	444,8	77,9	58,3	1,5	17,4	5.500,8	2.052,9	1.084,7	561,0	1.637,6	121,4	43,2
Oct	1.561,3	963,5	442,6	78,5	60,1	1,5	15,1	5.513,5	2.084,9	1.040,7	573,5	1.650,7	123,8	39,9
Nov	1.564,2	971,4	435,6	79,6	61,2	1,6	14,8	5.510,9	2.098,9	1.010,7	584,2	1.654,0	124,7	38,5
Dic ⁴⁾	1.605,4	1.002,6	434,6	81,0	68,7	1,7	16,6	5.593,6	2.155,1	988,1	605,4	1.683,9	123,7	37,3
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	44,2	45,8	-16,0	1,3	11,3	0,1	1,7	59,8	110,9	-94,4	11,8	39,3	2,7	-10,6
III	34,8	35,7	-13,4	6,1	8,6	0,0	-2,2	-3,8	42,4	-100,0	24,8	33,6	3,1	-7,7
IV ⁵⁾	53,4	50,8	-10,3	3,0	10,4	0,2	-0,7	92,8	102,0	-96,8	44,8	46,3	2,3	-5,8
2009 Oct	10,5	12,3	-2,0	0,6	1,7	0,0	-2,2	13,5	32,1	-43,7	12,8	13,1	2,5	-3,3
Nov	3,4	8,3	-6,8	1,1	1,1	0,0	-0,3	-2,4	14,0	-30,0	10,8	3,3	0,9	-1,4
Dic ⁵⁾	39,5	30,1	-1,5	1,3	7,6	0,1	1,8	81,8	55,8	-23,0	21,2	29,9	-1,0	-1,1
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	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Jun	0,5	4,5	-11,4	12,1	78,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,6	0,0	9,6	10,5	-48,4
2009 Oct	3,7	11,9	-15,4	18,5	139,8	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,1	10,6	14,3	15,4	-60,6
Nov	4,0	11,5	-15,2	20,6	134,4	19,5	-40,7	3,5	16,8	-25,5	13,4	14,3	12,2	-59,5
Dic ⁵⁾	6,3	13,0	-13,9	23,5	146,6	28,2	-29,7	3,5	17,4	-27,3	16,4	13,0	7,5	-55,4

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

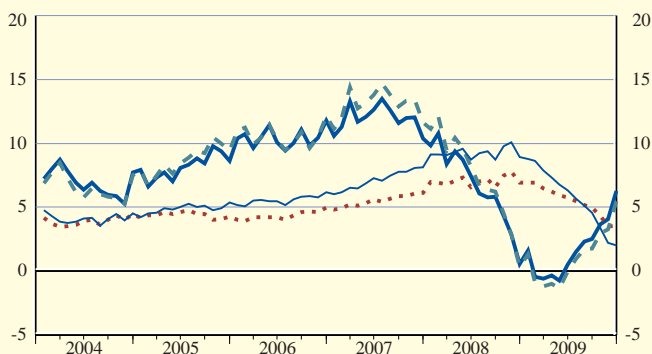
— Sociedades no financieras (total)
 Hogares (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

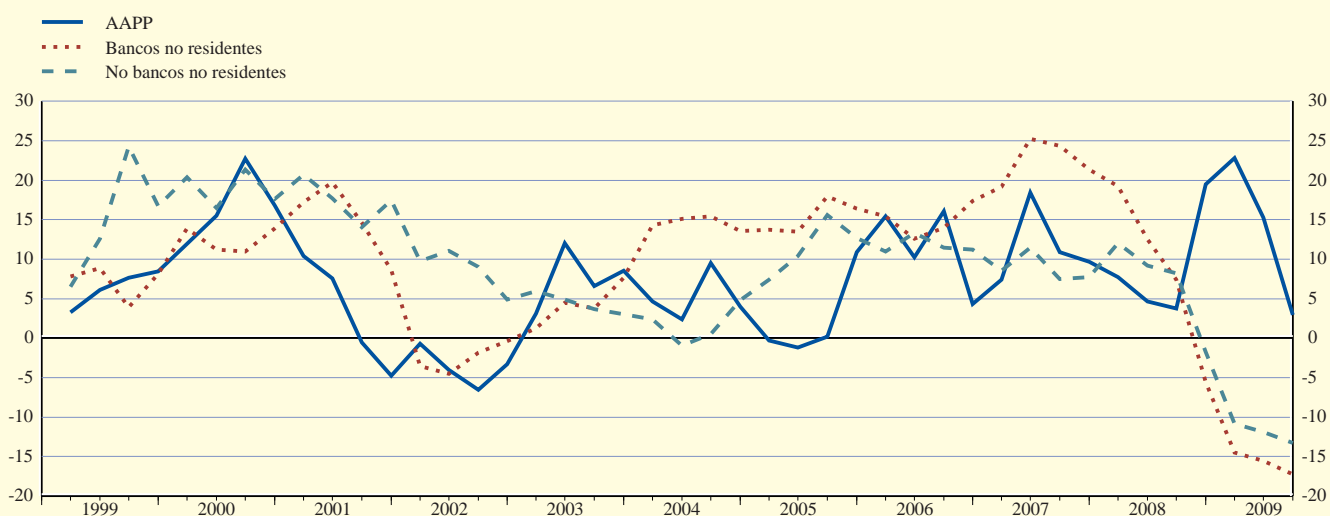
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008 IV	445,0	191,0	52,3	115,9	85,8	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 I	464,4	216,4	50,6	114,5	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
II	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
III ^(p)	403,0	157,0	51,2	123,1	71,7	3.422,4	2.569,6	853,2	62,5	790,7
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-185,1	-167,0	-18,0	-36,9	18,9
2008 IV	46,2	50,8	-9,2	3,0	1,5	-427,8	-332,1	-95,8	-35,3	-60,4
2009 I	15,7	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
II	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
III ^(p)	-62,1	-58,9	2,3	4,2	-9,8	-80,1	-67,3	-12,5	-1,3	-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 Dic	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,7	-5,6	-1,8	-25,6	2,6
2009 I	22,8	52,6	2,2	5,7	6,5	-13,6	-14,5	-10,9	-24,1	-8,8
Jun	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
Sep ^(p)	2,9	18,6	-16,6	8,3	-15,6	-16,3	-17,2	-13,3	-28,3	-10,8

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.

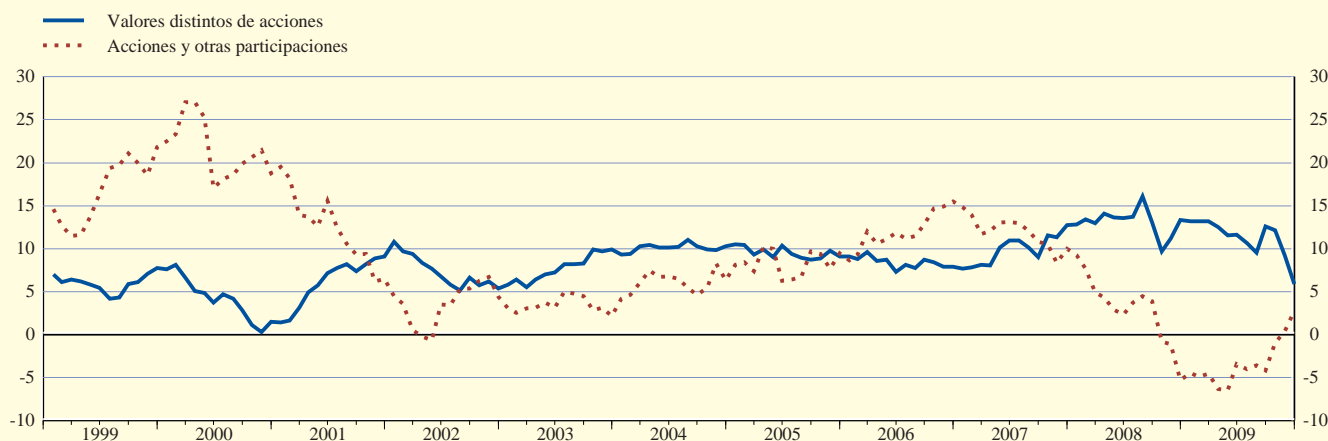
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(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	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,1	92,4	1.225,4	19,3	1.355,5	51,2	1.227,5	1.476,9	423,2	776,3	277,4
2009 II	6.289,9	2.016,8	106,7	1.445,8	20,4	1.448,4	47,7	1.204,1	1.475,0	428,3	770,6	276,1
2009 Jul	6.302,5	2.033,1	107,7	1.456,7	19,2	1.445,4	48,5	1.192,0	1.486,6	437,6	767,2	281,8
Ago	6.305,2	2.030,2	105,4	1.457,7	17,9	1.445,5	47,3	1.201,2	1.496,0	441,9	771,1	283,0
Sep	6.296,1	2.015,3	102,9	1.486,4	18,1	1.446,5	46,2	1.180,7	1.498,2	435,9	786,1	276,1
Oct	6.271,1	1.991,6	102,8	1.500,3	17,3	1.447,7	42,4	1.169,0	1.502,0	437,0	787,9	277,1
Nov	6.256,7	1.993,8	103,0	1.503,8	15,7	1.449,0	41,7	1.149,7	1.514,9	438,6	800,4	276,0
Dic ^(p)	6.212,7	1.967,4	110,0	1.466,6	15,9	1.452,9	39,8	1.160,1	1.517,6	437,9	799,6	280,1
Operaciones												
2007	592,4	136,0	18,1	-86,2	1,5	318,3	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	692,8	212,4	5,9	36,5	1,9	390,7	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009 II	176,6	34,6	4,1	83,7	0,5	56,2	-1,6	-0,9	16,6	7,2	5,7	3,6
III	20,2	-4,5	-0,3	34,0	-1,8	-6,3	-0,4	-0,5	7,5	9,1	0,3	-1,9
IV ^(p)	-99,1	-49,0	5,3	-19,0	-2,3	3,2	-6,9	-30,3	21,3	4,1	13,5	3,8
2009 Jul	14,1	18,5	1,0	7,9	-1,3	-3,8	0,5	-8,9	4,6	6,8	-7,0	4,8
Ago	7,5	-4,6	-1,2	0,6	-1,1	-1,1	-0,7	15,6	3,6	2,5	0,5	0,5
Sep	-1,4	-18,4	-0,2	25,4	0,6	-1,4	-0,2	-7,3	-0,8	-0,2	6,8	-7,3
Oct	-23,5	-22,3	0,1	14,2	-0,7	-1,1	-3,5	-10,3	6,7	2,1	3,2	1,4
Nov	-8,8	-1,0	1,4	2,2	-1,6	1,4	-0,3	-10,9	13,9	2,4	12,5	-1,0
Dic ^(p)	-66,8	-25,7	3,7	-35,4	-0,1	2,9	-3,2	-9,1	0,7	-0,4	-2,3	3,4
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Dic	13,3	12,7	8,1	3,1	9,9	40,0	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Jun	11,6	11,9	1,4	18,0	19,8	29,0	-5,8	-7,7	-3,4	0,7	-5,5	-4,0
2009 Jul	10,7	11,8	-1,8	18,2	13,5	26,4	-5,5	-9,4	-4,0	2,0	-8,6	0,5
Ago	9,6	10,7	-2,0	18,3	13,8	22,7	-7,1	-9,4	-3,6	3,8	-8,5	-0,2
Sep	12,6	11,3	4,1	24,2	15,5	24,9	-4,9	-5,7	-4,2	2,6	-8,2	-2,8
Oct	12,1	8,4	5,7	26,8	-0,2	20,5	-9,3	-2,5	-0,9	6,3	-4,2	-2,3
Nov	9,2	5,8	10,8	23,1	-3,9	14,3	-9,3	-3,4	0,4	7,4	-2,0	-3,4
Dic ^(p)	5,9	4,0	18,3	18,9	-16,8	6,8	-22,5	-4,4	2,8	5,6	1,9	0,7

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	-4,6	-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	-2,3	-0,7	-0,2	-1,3
II	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-0,1	-0,2	-0,9
III	-1,6	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
2009 Jul	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-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	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Oct	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2
Nov	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
Dic ^(p)	-1,0	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-1,2	-0,2	-0,3	-0,7

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

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

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
III	17,3	4,6	0,1	3,6	0,0	3,4	0,2	5,3	15,9	4,8	9,2	1,9
2009 Jul	8,2	1,9	0,1	2,9	0,0	0,5	0,2	2,5	7,0	2,5	3,6	0,9
Ago	4,9	1,5	0,0	0,4	0,0	1,1	0,0	1,9	5,7	1,8	3,3	0,6
Sep	4,2	1,2	0,0	0,3	0,0	1,8	0,0	1,0	3,1	0,4	2,3	0,4
Oct	2,3	1,6	0,0	-0,3	0,0	0,4	0,0	0,7	-3,2	-1,0	-1,6	-0,5
Nov	2,5	1,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,9	-0,8	-0,1	-0,1
Dic ^(p)	-2,6	-1,6	0,0	-1,9	-0,1	0,9	0,0	0,1	1,9	-0,3	1,5	0,8

Fuente: BCE.

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

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

3) 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	8.037,1	96,3	3,7	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.054,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 IV	6.860,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,8	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I	6.607,9	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.989,5	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
II	6.625,7	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.145,9	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
III ^(p)	6.287,5	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.061,5	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
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	2.953,9	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	908,2	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 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	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,9	51,9	48,1	32,5	1,8	1,8	7,8
III ^(p)	2.569,6	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	853,2	54,3	45,7	30,5	1,4	1,6	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 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	5.225,0	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
III ^(p)	5.203,4	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3

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							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	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 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	6.216,3	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
III ^(p)	5.911,4	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
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	955,7	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 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	1.999,7	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,6	40,2	59,8	42,6	1,1	3,9	7,6
III ^(p)	1.894,1	45,4	54,6	29,9	2,7	3,1	12,6	913,7	40,5	59,5	41,7	1,5	3,8	7,6

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	1.935,8	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.210,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 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	2.123,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.962,4	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
III ^(p)	2.118,2	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.997,2	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
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 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	571,0	55,3	44,7	24,6	1,7	1,4	14,6	633,1	33,5	66,5	41,4	4,0	0,9	15,0
III ^(p)	562,1	56,2	43,8	25,3	0,6	0,5	14,7	618,0	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2009 May	4.596,4	414,7	1.773,4	1.240,1	620,1	194,1	354,1
Jun	4.710,0	378,1	1.872,8	1.251,5	627,6	200,7	379,2
Jul	4.987,0	370,8	1.937,6	1.441,3	655,6	201,7	379,9
Ago	5.088,1	374,5	1.968,7	1.495,8	662,4	202,0	384,7
Sep	5.150,4	347,6	1.997,8	1.542,8	681,1	197,3	383,8
Oct	5.151,0	349,3	2.018,2	1.516,6	687,0	199,4	380,5
Nov ^(p)	5.212,9	337,3	2.047,2	1.552,1	689,1	199,6	387,6
Operaciones							
2009 I	-76,2	-23,1	-0,2	-9,1	-5,3	2,8	-41,4
II	106,7	-0,7	99,8	19,5	2,2	9,7	-23,8
III	163,3	-10,1	68,7	109,0	10,3	-3,1	-11,5

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
					Fondos de inversión		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2009 May	4.596,4	105,9	4.195,0	3.427,3	437,1	767,7	295,5
Jun	4.710,0	98,6	4.276,9	3.494,6	457,2	782,3	334,4
Jul	4.987,0	103,1	4.528,2	3.701,7	483,3	826,4	355,6
Ago	5.088,1	106,1	4.633,0	3.784,3	493,3	848,7	348,9
Sep	5.150,4	96,4	4.729,4	3.860,0	514,0	869,5	324,6
Oct	5.151,0	97,0	4.734,4	3.859,2	521,8	875,2	319,6
Nov ^(p)	5.212,9	96,5	4.790,9	3.900,7	525,3	890,2	325,5
Operaciones							
2009 I	-76,2	-15,7	-22,8	-13,9	24,1	-8,8	-37,7
II	106,7	0,3	93,0	74,7	20,8	18,3	13,5
III	163,3	0,7	179,5	86,5	17,6	93,0	-16,8

3. Participaciones en fondos de inversión según la política de inversión y el tipo de fondo

	Total	Fondos según su política de inversión						Fondos según el tipo de fondo de inversión		Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
								8	9	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009 Abr	4.085,0	1.294,2	1.015,6	1.101,1	218,5	81,7	373,8	4.018,2	66,8	1.315,6
May	4.195,0	1.348,1	1.078,9	1.087,4	221,1	79,2	380,3	4.128,2	66,7	1.295,4
Jun	4.276,9	1.425,5	1.077,6	1.093,0	221,0	79,2	380,6	4.209,3	67,6	1.269,1
Jul	4.528,2	1.485,2	1.242,1	1.111,6	222,9	78,1	388,3	4.462,9	65,2	1.285,4
Ago	4.633,0	1.510,2	1.290,7	1.139,9	225,5	78,1	388,6	4.567,9	65,1	1.285,2
Sep	4.729,4	1.531,0	1.344,7	1.165,0	219,3	77,3	392,1	4.664,0	65,4	1.253,0
Oct	4.734,4	1.545,5	1.323,1	1.177,6	225,1	78,7	384,3	4.669,1	65,4	1.246,2
Nov ^(p)	4.790,9	1.560,0	1.344,4	1.201,4	227,2	76,7	381,1	4.725,7	65,2	1.223,7
Operaciones										
2009 May	18,3	12,1	12,4	-2,9	1,0	-3,1	-1,3	18,4	-0,1	-1,6
Jun	69,9	60,8	2,3	-13,8	7,7	7,4	5,5	69,5	0,3	-28,2
Jul	128,0	40,6	85,1	0,4	-1,4	-1,8	4,9	130,3	-2,4	16,4
Ago	28,2	11,8	9,8	7,4	1,6	-0,8	-1,4	28,4	-0,1	3,9
Sep	23,3	4,1	8,8	13,1	-1,6	-0,1	-0,9	22,8	0,5	-29,2
Oct	26,5	10,2	3,5	13,8	3,2	0,4	-4,5	26,7	-0,2	-5,8
Nov ^(p)	19,0	8,4	5,3	4,0	1,0	-0,4	0,7	19,1	-0,1	-20,4

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección, titulada Pro memoria. Para más información, véanse las Notas Generales.

2.10 Valores mantenidos por los fondos de inversión ¹⁾ según sus emisores

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008 IV	1.708,4	1.206,2	335,0	617,3	150,2	3,2	100,4	502,1	130,7	163,6	25,5
2009 I	1.710,6	1.233,9	340,9	628,6	151,6	4,0	108,7	476,6	142,3	183,5	22,6
II	1.872,8	1.293,7	357,9	635,7	173,2	3,9	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
III ^(p)	1.997,8	1.383,3	388,5	668,1	185,8	4,9	135,9	614,5	180,1	234,6	22,0
Operaciones											
2009 I	-0,2	24,3	7,4	7,2	2,6	1,1	6,0	-24,4	13,2	14,7	-2,4
II	99,8	32,0	3,5	10,1	11,3	-0,8	7,9	67,8	6,8	48,7	-2,6
III ^(p)	68,7	46,2	10,7	19,4	6,1	0,4	9,6	22,5	11,2	3,6	-0,8

2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008 IV	1.156,0	582,4	67,6	-	31,1	26,3	456,1	573,5	103,3	183,7	60,6
2009 I	1.070,5	502,9	48,1	-	26,1	19,8	408,7	567,5	89,3	190,8	47,9
II	1.251,5	566,0	69,8	-	28,6	16,8	450,1	685,5	110,8	210,9	59,7
III ^(p)	1.542,8	700,1	97,1	-	35,1	24,7	543,0	842,7	126,9	265,0	61,7
Operaciones											
2009 I	-9,1	-30,9	-14,3	-	-4,8	-2,3	-9,1	22,0	-5,7	20,3	-6,2
II	19,5	-4,2	1,3	-	-1,4	-3,4	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
III ^(p)	109,0	31,6	7,1	-	3,3	2,3	19,6	77,4	2,3	33,9	1,4

3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008 IV	621,9	494,6	93,9	-	400,7	-	-	127,3	13,3	19,4	0,4
2009 I	594,6	492,9	85,1	-	407,8	-	-	101,8	9,5	15,9	0,3
II	627,6	540,1	82,9	-	457,2	-	-	87,5	12,9	16,2	0,4
III ^(p)	681,1	592,5	78,5	-	514,0	-	-	88,5	14,4	19,4	0,3
Operaciones											
2009 I	-5,3	17,2	-6,9	-	24,1	-	-	-22,5	-3,1	-3,7	0,0
II	2,2	15,8	-5,1	-	20,8	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
III ^(p)	10,3	11,8	-5,8	-	17,6	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0

Fuente: BCE.

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

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por los otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por las IFM.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						442,2
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-21,9
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.067,9	110,4	675,4	52,6	229,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	26,2	4,8	14,2	3,5	3,8	
Consumo de capital fijo	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
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	625,3	33,7	222,3	308,2	61,2	91,2
Intereses	382,6	31,4	60,6	229,4	61,1	54,0
Otra renta de la propiedad	242,7	2,3	161,6	78,7	0,0	37,2
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	238,2	200,9	32,3	4,8	0,3	1,2
Cotizaciones sociales	410,1	410,1				1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	446,4	1,4	15,8	31,1	398,0	0,8
Otras transferencias corrientes	178,2	67,8	24,3	42,8	43,3	7,2
Primas netas de seguros no vida	41,4	30,7	9,1	0,9	0,7	1,0
Indemnizaciones de seguros no vida	41,2			41,2		0,5
Otras	95,6	37,1	15,2	0,7	42,6	5,6
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.774,9	1.303,9			471,0	
Gasto en consumo individual	1.589,6	1.303,9			285,7	
Gasto en consumo colectivo	185,3				185,3	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,0	0,1	0,6	14,3	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	434,1	139,9	225,4	11,4	57,3	
Formación bruta de capital fijo	443,2	138,2	236,3	11,3	57,4	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-9,1	1,7	-10,9	0,1	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,2	-2,3	0,8	0,1	1,1	0,2
Transferencias de capital	34,1	7,8	1,0	1,9	23,4	3,5
Impuestos sobre el capital	6,7	5,5	0,2	1,0		0,0
Otras transferencias de capital	27,4	2,4	0,8	0,9	23,4	3,5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-2,6	59,8	50,5	27,1	-139,9	2,6
Discrepancia estadística	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 III						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						420,3
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.013,5	499,9	1.134,3	101,5	277,8	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	217,4					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.230,9					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
Remuneración de los asalariados	1.069,2	1.069,2				3,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	244,6				244,6	-1,0
Renta de la propiedad	620,9	211,8	85,6	306,8	16,8	95,6
Intereses	373,1	56,8	38,6	269,2	8,5	63,5
Otra renta de la propiedad	247,9	155,0	47,0	37,6	8,2	32,0
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	238,7				238,7	0,7
Cotizaciones sociales	410,1	1,1	16,5	46,2	346,3	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	444,4	444,4				2,7
Otras transferencias corrientes	155,5	87,0	8,8	42,3	17,4	29,8
Primas netas de seguros no vida	41,2			41,2		1,2
Indemnizaciones de seguros no vida	40,5	33,4	6,2	0,6	0,3	1,2
Otras	73,8	53,6	2,6	0,5	17,1	27,5
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15,0	15,0				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	35,6	9,9	17,2	1,0	7,5	2,0
Impuestos sobre el capital	6,7				6,7	0,0
Otras transferencias de capital	28,9	9,9	17,2	1,0	0,7	2,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 III								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.161,2	14.660,5	32.623,9	12.177,6	6.140,3	3.367,8	15.061,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				234,0				
Efectivo y depósitos		6.303,3	1.732,6	9.960,4	2.054,5	846,4	751,3	3.888,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,1	91,8	640,7	381,3	349,5	25,2	829,3
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.396,9	144,1	6.150,5	1.879,4	2.049,1	353,0	3.168,3
Préstamos		68,7	2.841,3	12.808,3	2.957,9	425,0	468,5	1.806,8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		49,8	1.650,0	9.764,5	2.472,9	310,3	358,2	.
Acciones y otras participaciones		3.790,9	6.560,0	1.915,9	4.707,6	2.022,1	1.167,3	4.658,1
Acciones cotizadas		643,9	1.090,4	488,6	1.362,5	426,0	265,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.830,6	5.131,6	1.089,1	2.767,3	434,0	773,8	.
Participaciones en fondos de inversión		1.316,3	338,0	338,2	577,8	1.162,1	128,3	.
Reservas técnicas de seguro		5.296,1	143,2	1,9	0,0	187,7	3,2	153,7
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		260,1	3.147,5	912,2	196,9	260,6	599,4	556,4
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		90,9	28,3	-600,0	147,5	59,1	-55,2	9,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				0,1				-0,1
Efectivo y depósitos		-0,8	39,6	-571,6	2,2	-1,9	-70,9	-121,7
Valores distintos de acciones, corto plazo		-4,0	-8,0	-8,3	0,3	-0,8	-0,8	30,2
Valores distintos de acciones, largo plazo		8,8	-15,1	38,8	63,9	27,2	8,2	12,6
Préstamos		1,0	5,8	-52,1	-17,1	0,2	20,2	-23,7
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,7	-25,3	36,7	-33,0	2,4	15,8	.
Acciones y otras participaciones		22,0	60,0	-14,0	80,5	37,3	-9,7	114,4
Acciones cotizadas		-0,6	42,5	-14,0	86,6	-74,1	2,6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		12,1	24,6	11,7	-16,8	-0,9	-18,9	.
Participaciones en fondos de inversión		10,4	-7,0	-11,6	10,6	112,4	6,6	.
Reservas técnicas de seguro		60,5	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,0	6,9
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		3,5	-53,7	7,1	17,7	-3,5	-2,2	-9,3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		457,9	659,0	129,9	363,9	145,6	57,2	285,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				51,9				
Efectivo y depósitos		-1,6	-12,6	-53,9	-4,6	0,6	0,7	-65,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		0,3	6,5	-1,3	-2,3	0,4	0,0	-4,6
Valores distintos de acciones, largo plazo		28,7	20,3	31,7	38,3	32,2	2,0	-3,6
Préstamos		0,0	1,8	-50,9	-10,5	-0,2	-0,3	6,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,0	10,8	-24,2	6,4	0,3	-0,3	.
Acciones y otras participaciones		348,8	586,6	156,3	347,8	113,4	54,1	360,5
Acciones cotizadas		90,4	124,4	64,5	246,0	51,7	36,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		173,7	448,7	80,2	93,9	22,5	11,1	.
Participaciones en fondos de inversión		84,6	13,5	11,6	7,9	39,2	6,8	.
Reservas técnicas de seguro		94,2	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-0,4
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-12,5	56,3	-4,0	-4,8	-0,2	0,8	-7,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.710,0	15.347,8	32.153,7	12.689,0	6.345,0	3.369,8	15.355,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				285,9				
Efectivo y depósitos		6.300,9	1.759,6	9.334,9	2.052,1	845,1	681,1	3.701,5
Valores distintos de acciones, corto plazo		41,4	90,4	631,2	379,3	349,1	24,4	854,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.434,4	149,3	6.221,0	1.981,6	2.108,4	363,2	3.177,2
Préstamos		69,7	2.848,9	12.705,3	2.930,3	425,0	488,3	1.789,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		50,5	1.635,5	9.777,0	2.446,3	313,0	373,7	.
Acciones y otras participaciones		4.161,7	7.206,6	2.058,3	5.135,9	2.172,8	1.211,7	5.133,0
Acciones cotizadas		733,7	1.257,3	539,2	1.695,2	403,6	303,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.016,5	5.604,9	1.180,9	2.844,4	455,6	766,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.411,4	344,4	338,2	596,4	1.313,7	141,7	.
Reservas técnicas de seguro		5.450,9	142,9	1,9	0,0	187,7	3,2	160,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		251,1	3.150,1	915,3	209,7	256,8	598,0	539,8
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 III								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.407,6	23.202,6	31.800,3	11.966,9	6.295,3	7.955,9	13.330,0
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,4	22.696,3	30,1	0,0	253,7	2.531,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			293,2	727,0	75,8	9,7	1.010,9	246,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			512,3	4.523,0	2.343,6	30,5	4.960,4	2.771,4
Préstamos		5.735,3	8.375,4		2.722,4	267,5	1.307,0	2.968,9
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.363,9	5.894,4		1.838,5	84,4	1.094,2	.
Acciones y otras participaciones			10.694,2	2.784,5	6.572,5	423,6	4,5	4.336,3
Acciones cotizadas			2.802,8	450,0	113,0	141,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,3	7.891,4	1.065,6	2.338,5	281,3	4,5	.
Participaciones en fondos de inversión				1.268,9	4.121,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,8	331,8	65,1	0,8	5.353,9	0,4	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		632,2	2.970,3	1.004,3	221,7	210,2	419,0	475,3
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.497,3	10.753,6	-8.542,1	823,6	210,7	-155,0	-4.588,1	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		31,2	-22,2	-645,2	166,5	58,1	84,7	6,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-660,7	-3,0	0,0	-5,2	-56,4
Valores distintos de acciones, corto plazo			8,1	-42,8	-1,9	-1,3	41,7	5,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			12,3	40,2	20,2	2,2	67,9	1,3
Préstamos		24,3	-72,9		1,4	-7,7	6,4	-17,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		32,4	-10,1		-5,0	0,2	6,5	.
Acciones y otras participaciones			47,7	-6,6	171,7	0,2	0,8	76,7
Acciones cotizadas			9,7	5,3	1,4	0,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	38,0	-3,0	-30,9	0,1	0,8	.
Participaciones en fondos de inversión				-8,9	201,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,7	1,8	0,0	65,2	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		6,8	-18,1	23,0	-21,9	-0,4	-26,9	-2,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-2,6	59,7	50,6	45,1	-19,1	1,0	-139,9	2,6
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-3,3	1.150,2	170,2	312,9	144,5	67,0	205,1
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-109,3	0,0	0,0	0,0	-27,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			-1,9	-4,0	-1,1	0,0	-1,0	7,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			10,5	18,8	-0,2	-0,1	75,6	45,0
Préstamos		-2,9	6,0		-26,6	-0,2	-0,2	-30,1
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-1,9	2,9		6,3	0,0	-0,2	.
Acciones y otras participaciones			1.136,3	230,5	324,7	53,7	0,0	222,1
Acciones cotizadas			456,6	140,2	36,8	34,6	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	679,7	97,6	55,2	19,1	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-7,3	232,8			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	93,3	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-0,4	-0,8	34,3	16,1	-2,2	-7,4	-11,3
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-28,1	461,2	-491,2	-40,3	51,0	1,1	-9,8	80,0
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.435,5	24.330,6	31.325,3	12.446,4	6.498,0	8.107,6	13.541,8
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			25,4	21.926,3	27,1	0,0	248,5	2.447,9
Valores distintos de acciones, corto plazo			299,4	680,2	72,8	8,4	1.051,6	258,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			535,2	4.582,0	2.363,7	32,6	5.103,9	2.817,7
Préstamos		5.756,6	8.308,5		2.697,2	259,6	1.313,2	2.921,5
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.394,4	5.887,2		1.839,9	84,5	1.100,5	.
Acciones y otras participaciones			11.878,2	3.008,4	7.068,9	477,5	5,3	4.635,2
Acciones cotizadas			3.269,2	595,5	151,1	176,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,4	8.609,1	1.160,3	2.362,8	300,5	5,3	.
Participaciones en fondos de inversión				1.252,7	4.555,0			.
Reservas técnicas de seguro		33,9	332,5	66,9	0,8	5.512,4	0,4	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		638,6	2.951,4	1.061,6	215,9	207,5	384,7	461,2
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.528,0	11.274,5	-8.982,7	828,4	242,6	-153,0	-4.737,8	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.906,7	4.069,1	4.255,2	4.398,2	4.432,2	4.439,1	4.438,1	4.431,2
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	129,8	128,6	136,7	135,2	131,7	129,7	123,0	119,6
Consumo de capital fijo	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
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	2.585,6	3.012,8	3.584,1	3.859,6	3.861,8	3.749,6	3.516,9	3.254,5
Intereses	1.344,5	1.643,2	2.057,2	2.298,0	2.308,2	2.220,5	2.062,8	1.849,9
Otra renta de la propiedad	1.241,1	1.369,6	1.526,9	1.561,6	1.553,7	1.529,1	1.454,1	1.404,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
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	1.142,3	1.124,2	1.112,9	1.075,1	1.044,8
Cotizaciones sociales	1.477,8	1.540,5	1.596,3	1.646,3	1.661,6	1.669,6	1.670,5	1.674,3
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,2	1.597,4	1.648,4	1.666,2	1.690,0	1.721,3	1.752,8
Otras transferencias corrientes	712,0	723,6	753,2	782,7	790,5	784,7	775,8	765,7
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,9	184,2	188,3	189,1	186,4	182,7	178,0
Derechos de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Otras	351,9	363,4	384,8	405,7	411,3	410,8	409,8	409,1
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,0	6.631,4	6.892,3	7.117,3	7.155,1	7.165,3	7.160,8	7.156,4
Gasto en consumo individual	5.690,2	5.946,3	6.181,5	6.376,9	6.405,7	6.405,4	6.393,7	6.382,6
Gasto en consumo colectivo	664,8	685,1	710,8	740,3	749,4	759,9	767,1	773,8
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	59,8	64,5	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.716,2	1.876,5	2.021,2	2.073,7	2.065,2	1.998,6	1.900,2	1.819,5
Formación bruta de capital fijo	1.708,1	1.852,5	1.993,0	2.046,8	2.027,8	1.975,0	1.903,4	1.842,9
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	8,1	24,0	28,2	26,9	37,4	23,6	-3,1	-23,4
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,4	-1,1	0,2	0,7	1,1	0,7	0,4
Transferencias de capital	183,6	170,0	151,2	163,8	164,6	161,8	169,3	168,1
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Otras transferencias de capital	159,2	147,4	126,9	139,6	140,7	138,2	140,7	139,1
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	14,3	-13,9	23,1	-94,9	-132,6	-149,1	-129,4	-98,4

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.294,1	7.633,5	8.039,2	8.277,2	8.300,6	8.251,6	8.169,2	8.118,1
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,2	913,8	959,4	953,6	947,2	929,6	912,0	899,6
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.139,3	8.547,3	8.998,6	9.230,8	9.247,8	9.181,3	9.081,3	9.017,7
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
Remuneración de los asalariados	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,0	1.103,2	1.094,8	1.084,5	1.064,9	1.042,2	1.028,6
Renta de la propiedad	2.584,0	3.017,4	3.585,4	3.799,8	3.782,5	3.666,3	3.448,3	3.193,7
Intereses	1.319,1	1.613,7	2.016,3	2.240,7	2.250,8	2.161,2	2.004,9	1.792,3
Otra renta de la propiedad	1.264,9	1.403,7	1.569,0	1.559,1	1.531,7	1.505,1	1.443,4	1.401,4
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,2	1.150,6	1.132,5	1.121,0	1.081,6	1.050,5
Cotizaciones sociales	1.477,0	1.539,8	1.595,5	1.645,8	1.661,0	1.668,8	1.669,5	1.673,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,2	1.588,4	1.639,9	1.658,0	1.681,9	1.713,4	1.745,1
Otras transferencias corrientes	630,4	635,5	661,0	681,1	685,9	681,2	674,0	663,3
Primas netas de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Derechos de seguros no vida	178,3	177,1	181,5	185,5	186,5	183,7	179,9	175,2
Otras	271,6	278,2	295,4	306,9	309,2	310,0	310,7	309,5
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	63,1	60,0	64,6	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,7	184,5	165,9	177,0	175,5	170,2	177,8	176,9
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Otras transferencias de capital	172,3	161,9	141,6	152,7	151,6	146,7	149,2	147,9
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

3.3 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.338,0	1.414,2	1.497,8	1.544,2	1.550,3	1.543,7	1.530,7	1.519,8
Intereses, recursos (+)	225,5	261,7	305,1	336,3	336,7	324,2	300,7	270,0
Intereses, empleos (-)	130,5	163,4	208,9	233,9	233,0	216,5	190,9	161,1
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	702,8	748,3	792,9	808,4	798,8	793,2	768,7	753,9
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	9,9	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,3	851,6	889,3	891,8	889,1	875,8	869,3
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,8	1.536,5	1.592,1	1.641,9	1.657,2	1.665,2	1.666,0	1.669,8
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,7	1.582,8	1.634,1	1.652,2	1.676,0	1.707,6	1.739,2
Transferencias corrientes netas (+)	66,3	66,4	68,9	69,8	71,0	72,8	76,1	79,1
= Renta disponible bruta	5.383,6	5.602,8	5.848,3	6.024,4	6.057,6	6.076,4	6.087,2	6.091,0
Gasto en consumo final (-)	4.690,7	4.898,2	5.088,6	5.247,2	5.261,6	5.245,2	5.221,5	5.196,7
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,5	64,1	64,9	64,8	64,3	62,6
= Ahorro bruto	753,5	767,4	819,3	841,3	860,8	896,0	929,9	956,8
Consumo de capital fijo (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Transferencias de capital netas (+)	24,0	18,7	12,4	14,9	15,3	15,1	16,0	18,0
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	480,3	508,8	72,3	-1.196,8	-1.612,1	-1.222,9	-650,1	105,5
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	932,2	950,1	538,6	-720,8	-1.119,6	-698,2	-92,8	689,9
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	550,4	603,2	642,4	651,9	642,3	621,7	595,4	571,1
Consumo de capital fijo (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,5	305,4	424,1	428,9	435,9	381,4	283,6	194,9
Efectivo y depósitos	246,9	284,3	349,8	392,4	437,0	397,6	335,4	257,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	13,5	-9,1	-4,0	-24,9	-22,7
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,2	20,1	34,2	23,0	8,0	-12,3	-26,9	-39,8
Activos a largo plazo	411,4	329,3	156,5	41,8	41,4	96,2	200,3	323,9
Depósitos	-8,7	1,2	-26,1	-34,8	-24,7	-10,7	17,3	57,0
Valores distintos de acciones	-2,4	36,2	4,5	62,3	49,0	49,6	36,6	48,8
Acciones y otras participaciones	129,9	-24,9	-87,6	-196,5	-157,6	-109,4	-30,7	28,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	63,3	-8,6	-7,9	-49,1	-11,1	7,2	37,9	49,3
Participaciones en fondos de inversión	66,5	-16,3	-79,7	-147,4	-146,5	-116,5	-68,5	-21,2
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,6	316,8	265,7	210,8	174,7	166,7	177,1	190,0
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	398,0	401,6	350,1	238,7	200,4	149,6	119,9	98,5
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	355,3	283,7	184,2	82,6	19,9	10,1	-15,8
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	425,9	469,3	53,8	-998,2	-1.352,4	-1.037,2	-601,1	-16,1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	109,3	46,5	24,5	-183,9	-254,5	-198,1	-102,8	43,9
Otros flujos netos (+)	-47,7	-57,1	-47,2	-42,5	-48,3	-26,1	40,4	61,2
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	932,2	950,1	538,6	-720,8	-1.119,6	-698,2	-92,8	689,9
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.484,4	4.748,2	5.211,0	5.542,9	5.719,6	5.788,6	5.797,8	5.763,3
Efectivo y depósitos	4.174,0	4.454,4	4.843,3	5.104,7	5.312,9	5.374,4	5.430,1	5.397,6
Participaciones en fondos del mercado monetario	296,4	257,6	296,0	348,5	328,0	346,5	312,0	315,6
Valores distintos de acciones ²⁾	14,0	36,1	71,6	89,7	78,6	67,7	55,8	50,2
Activos a largo plazo	11.000,4	11.893,9	12.075,5	10.871,4	10.452,5	10.252,1	10.694,9	11.285,2
Depósitos	992,7	997,0	931,3	864,6	875,9	855,5	873,3	903,3
Valores distintos de acciones	1.248,0	1.289,9	1.279,2	1.306,6	1.342,4	1.353,9	1.386,3	1.425,7
Acciones y otras participaciones	4.510,5	4.994,5	4.962,3	3.823,9	3.411,3	3.208,6	3.478,9	3.846,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.186,5	3.594,5	3.618,4	2.766,3	2.450,5	2.283,2	2.474,6	2.750,2
Participaciones en fondos de inversión	1.324,0	1.400,0	1.343,9	1.057,6	960,8	925,5	1.004,3	1.095,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.249,2	4.612,5	4.902,7	4.876,2	4.822,9	4.834,1	4.956,5	5.110,2
Otros activos netos (+)	33,5	18,2	3,5	18,2	-3,1	-23,9	-3,8	-17,4
Pasivos (-)								
Préstamos	4.767,9	5.181,2	5.520,2	5.667,3	5.706,7	5.698,2	5.735,3	5.756,6
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.938,7	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2
= Riqueza financiera neta	10.750,3	11.479,0	11.769,7	10.765,2	10.462,3	10.318,6	10.753,6	11.274,5

Fuentes: BCE y Eurostat.

- 1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.
- 2) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.4 Sociedades no financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.164,2	4.372,1	4.620,7	4.756,8	4.758,7	4.702,5	4.622,1	4.568,8
Remuneración de los asalariados (-)	2.471,4	2.583,9	2.711,6	2.807,3	2.828,1	2.825,5	2.817,2	2.803,0
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	72,8	74,7	79,9	79,6	76,6	75,2	70,2	67,2
= Excedente bruto de explotación (+)	1.620,0	1.713,4	1.829,2	1.869,9	1.853,9	1.801,9	1.734,8	1.698,6
Consumo de capital fijo (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
= Excedente neto de explotación (+)	950,3	1.012,0	1.090,8	1.104,7	1.080,2	1.021,4	949,8	910,0
Renta de la propiedad, recursos (+)	433,5	500,3	572,4	593,4	591,5	571,3	545,1	521,9
Intereses, recursos	141,3	169,6	199,0	225,2	227,0	216,6	200,7	181,3
Otra renta de la propiedad, recursos	292,2	330,7	373,4	368,2	364,6	354,8	344,4	340,5
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,2	284,2	345,7	396,3	402,5	384,1	353,5	313,4
= Renta empresarial neta (+)	1.147,5	1.228,1	1.317,5	1.301,8	1.269,3	1.208,6	1.141,3	1.118,5
Renta distribuida (-)	857,6	925,7	986,3	1.027,4	1.023,1	1.016,4	988,4	959,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	189,8	212,1	212,8	195,4	188,6	167,9	146,8
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	64,3	64,9	65,5	65,6	66,2	66,7
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	61,7	62,7	63,0	63,0	63,2	63,3
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,4	65,8	55,9	58,9	59,3	59,5	60,5	62,4
= Ahorro neto	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	255,1	315,1	367,1	373,7	360,2	305,4	223,3	162,6
Formación bruta de capital fijo (+)	915,8	990,6	1.078,9	1.114,5	1.098,7	1.063,9	1.013,5	975,8
Consumo de capital fijo (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	9,1	25,9	26,6	24,4	35,3	22,0	-5,2	-24,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,9	159,0	156,7	86,5	41,7	-17,6	19,4	57,0
Efectivo y depósitos	113,7	146,3	154,4	89,4	15,6	-5,3	9,8	37,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,5	-19,1	6,6	30,6	27,7	33,0	43,3
Valores distintos de acciones ¹⁾	6,9	10,1	21,4	-9,6	-4,5	-40,0	-23,4	-23,5
Activos a largo plazo	400,5	525,9	718,3	677,4	671,3	671,7	555,6	429,3
Depósitos	30,8	31,0	11,3	14,7	9,2	19,2	29,5	18,5
Valores distintos de acciones	-34,9	4,8	-38,5	-50,6	-35,5	8,7	-39,2	-57,4
Acciones y otras participaciones	241,3	288,9	428,8	396,3	380,7	385,6	342,4	304,7
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	163,3	201,3	316,7	317,1	316,9	258,2	222,9	163,4
Otros activos netos (+)	103,0	120,8	156,3	20,6	9,1	-119,2	-99,9	-99,5
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	454,8	741,8	808,0	791,8	729,1	560,9	409,3	220,1
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	271,7	456,3	557,8	501,6	405,6	278,1	120,5	-26,3
de la cual: valores distintos de acciones	12,4	41,3	42,6	41,7	49,7	63,9	79,9	87,9
Acciones y otras participaciones	280,6	245,5	455,7	283,0	281,3	253,5	284,0	298,8
Acciones cotizadas	104,5	41,5	70,3	-2,5	2,6	13,2	45,5	56,8
Acciones no cotizadas y otras participaciones	176,1	204,0	385,4	285,5	278,7	240,4	238,5	242,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,5	72,3	69,0	78,6	77,9	79,1	77,6	77,1
= Ahorro neto	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.507,3	1.671,5	1.808,0	1.844,4	1.861,1	1.841,9	1.877,6	1.911,7
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,2	1.507,6	1.536,6	1.540,9	1.510,4	1.550,5	1.579,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,8	161,0	182,8	187,8	210,5	213,7	224,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	101,5	119,5	139,4	125,0	132,4	121,0	113,4	108,3
Activos a largo plazo	8.790,3	10.140,7	10.942,8	9.971,7	9.299,4	9.057,0	9.492,3	10.143,2
Depósitos	116,5	151,6	184,2	174,9	186,5	183,6	182,1	180,6
Valores distintos de acciones	283,1	287,7	238,2	168,2	192,5	173,9	122,5	131,4
Acciones y otras participaciones	6.426,6	7.562,3	8.082,9	6.951,5	6.168,2	5.880,3	6.346,3	6.982,3
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.964,1	2.139,1	2.437,4	2.677,1	2.752,3	2.819,2	2.841,3	2.848,9
Otros activos netos (+)	278,2	326,9	400,4	410,7	389,4	339,3	345,8	367,0
Pasivos								
Deuda	7.196,3	7.868,7	8.642,6	9.220,2	9.379,3	9.468,8	9.512,7	9.475,6
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.529,2	3.984,9	4.530,9	4.863,9	4.929,5	4.911,1	4.886,3	4.810,9
de la cual: valores distintos de acciones	684,4	703,6	706,8	736,5	757,2	776,0	805,5	834,5
Acciones y otras participaciones	11.177,7	13.131,7	14.219,3	11.697,1	10.606,5	9.947,1	10.694,2	11.878,2
Acciones cotizadas	3.673,4	4.438,5	4.902,6	3.385,1	2.823,8	2.480,6	2.802,8	3.269,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.504,3	8.693,2	9.316,7	8.312,0	7.782,7	7.466,5	7.891,4	8.609,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos)

	2005	2006	2007	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	25,5	67,5	92,2	90,7	106,7	54,9	38,6	21,1
Efectivo y depósitos	7,2	10,6	6,4	32,4	57,0	18,2	12,5	0,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,5	3,6	3,1	21,7	20,3	16,8	9,4	6,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	18,8	53,3	82,7	36,6	29,5	19,9	16,8	14,6
Activos a largo plazo	282,5	310,8	201,3	133,6	108,9	96,5	133,6	185,2
Depósitos	17,5	72,8	49,6	6,2	2,2	9,2	9,3	17,8
Valores distintos de acciones	132,1	128,9	77,5	81,2	64,1	78,9	42,0	51,8
Préstamos	-4,7	-2,0	-14,2	16,0	25,1	-1,5	12,1	11,6
Acciones cotizadas	31,1	-2,7	-1,8	-10,8	-15,7	-13,2	-16,5	-85,4
Acciones no cotizadas y otras participaciones	18,8	27,4	27,0	27,3	28,7	22,0	14,7	1,6
Participaciones en fondos de inversión	87,6	86,5	63,2	13,7	4,4	1,2	72,2	187,7
Otros activos netos (+)	-5,9	4,7	-22,7	13,6	39,0	17,5	33,0	14,2
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,9	5,4	9,3	9,9	7,0	7,3
Préstamos	10,2	43,2	3,9	-12,3	22,4	0,1	13,0	9,9
Acciones y otras participaciones	10,4	9,6	1,8	-9,4	-0,6	2,9	2,8	5,3
Reservas técnicas de seguro	335,3	324,4	290,7	238,5	182,1	165,2	177,4	190,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	291,6	318,1	286,9	221,1	174,1	160,1	171,9	186,6
Reservas para primas y para siniestros	43,8	6,2	3,9	17,4	8,0	5,0	5,6	3,8
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-53,5	0,0	-29,5	15,7	41,3	-9,2	5,0	7,5
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	188,8	174,5	8,7	-413,8	-542,3	-427,6	-284,9	-66,2
Otros activos netos	75,5	-36,3	-54,7	-15,9	23,3	-9,8	52,5	78,5
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	122,8	39,6	-36,3	-145,2	-185,6	-190,4	-124,1	-52,6
Reservas técnicas de seguro	141,8	51,2	22,5	-186,8	-247,4	-194,9	-98,5	50,5
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	150,8	47,7	22,6	-179,9	-247,4	-190,7	-95,2	52,1
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,5	0,0	-6,9	0,0	-4,2	-3,3	-1,6
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-0,4	47,4	-32,2	-97,6	-86,1	-52,1	-9,9	14,4
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	435,3	511,0	596,3	668,0	707,8	717,3	705,6	692,0
Efectivo y depósitos	146,6	156,6	163,1	188,4	222,9	214,7	198,5	192,7
Participaciones en fondos del mercado monetario	75,6	81,6	82,5	99,0	100,2	113,0	103,7	104,9
Valores distintos de acciones ¹⁾	213,1	272,7	350,6	380,6	384,6	389,6	403,5	394,4
Activos a largo plazo	4.702,8	5.126,3	5.288,1	5.047,0	4.865,5	4.814,1	4.986,4	5.208,5
Depósitos	514,8	589,9	634,3	637,6	637,4	646,3	647,9	652,4
Valores distintos de acciones	1.784,6	1.855,2	1.885,3	1.965,2	1.956,6	1.992,7	1.995,1	2.063,1
Préstamos	413,3	407,8	395,9	414,8	421,3	420,5	425,0	425,0
Acciones cotizadas	631,1	713,8	707,4	516,9	405,6	370,4	426,0	403,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	431,5	503,1	539,4	484,1	462,5	435,5	434,0	455,6
Participaciones en fondos de inversión	927,6	1.056,4	1.125,8	1.028,5	982,1	948,7	1.058,4	1.208,8
Otros activos netos (+)	179,2	206,8	176,7	190,8	226,3	228,5	238,1	237,0
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,4	35,9	35,2	36,7	43,2	42,2	40,2	41,0
Préstamos	196,5	236,5	237,2	247,7	263,9	263,6	267,5	259,6
Acciones y otras participaciones	627,6	676,8	642,3	524,8	456,1	397,1	423,6	477,5
Reservas técnicas de seguro	4.583,0	4.958,6	5.271,9	5.271,5	5.206,5	5.222,9	5.353,9	5.512,4
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.896,9	4.262,7	4.572,2	4.559,9	4.498,9	4.513,6	4.641,3	4.798,7
Reservas para primas y para siniestros	686,1	695,9	699,7	711,5	707,6	709,3	712,6	713,7
= Riqueza financiera neta	-111,1	-63,7	-125,4	-174,9	-170,2	-165,9	-155,0	-153,0

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

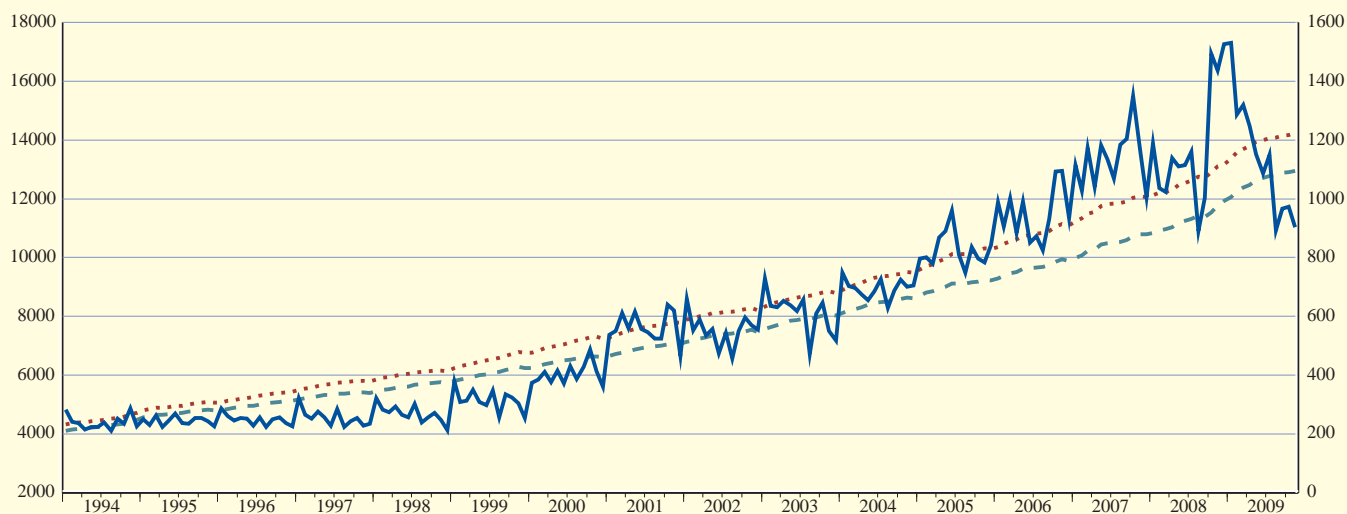
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	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	
	Total											
2008 Nov	13.952,9	1.421,9	217,9	11.763,7	1.369,3	227,3	13.095,9	1.436,7	212,6	8,1	192,0	11,0
Dic	14.139,0	1.538,6	189,6	11.916,4	1.450,0	156,4	13.169,1	1.527,2	143,3	9,5	229,5	13,1
2009 Ene	14.237,7	1.500,6	94,1	12.055,8	1.451,3	135,7	13.369,9	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
Feb	14.430,9	1.260,0	190,9	12.242,9	1.200,8	184,9	13.574,4	1.286,3	204,5	11,0	157,2	13,1
Mar	14.603,0	1.318,0	170,5	12.379,0	1.229,8	134,7	13.680,1	1.318,6	150,0	11,9	134,5	15,2
Abr	14.680,2	1.233,6	79,9	12.479,1	1.167,3	102,8	13.791,8	1.247,8	109,3	12,1	91,5	14,6
May	14.888,3	1.159,9	208,0	12.653,3	1.070,6	174,2	13.934,7	1.151,0	173,0	12,1	113,1	13,1
Jun	14.977,9	1.088,8	89,1	12.713,2	1.006,6	59,2	13.999,5	1.086,7	68,8	11,9	87,4	10,6
Jul	15.006,8	1.124,2	31,6	12.766,1	1.069,5	55,8	14.063,2	1.148,7	67,4	11,8	101,2	10,5
Ago	15.055,6	882,3	47,8	12.796,1	826,4	29,0	14.083,5	892,5	22,3	11,0	60,4	8,9
Sep	15.163,6	965,3	106,9	12.876,8	882,1	79,6	14.155,6	965,8	83,7	12,0	145,1	9,0
Oct	.	.	.	12.900,4	900,8	24,2	14.179,3	972,1	27,0	11,0	1,3	7,5
Nov	.	.	.	12.955,7	843,4	55,5	14.233,4	903,9	59,7	9,6	35,7	6,3
	A largo plazo											
2008 Nov	12.392,1	275,2	174,1	10.323,7	253,6	174,8	11.483,7	262,5	165,1	6,2	137,4	8,0
Dic	12.571,1	363,3	180,2	10.495,1	328,8	173,0	11.578,5	340,6	153,9	7,3	165,7	9,7
2009 Ene	12.647,4	291,6	74,1	10.584,6	276,7	88,3	11.712,7	300,2	88,9	8,1	115,4	10,5
Feb	12.817,8	301,4	169,3	10.747,0	270,4	161,4	11.886,2	297,5	173,6	9,2	136,4	10,6
Mar	12.998,2	319,8	150,6	10.917,3	280,2	140,6	12.021,0	301,8	141,7	10,3	139,0	13,2
Abr	13.074,5	292,2	79,5	10.985,7	257,4	71,6	12.099,2	276,2	75,0	10,3	71,7	14,0
May	13.277,7	339,1	204,3	11.155,8	281,3	171,4	12.250,1	301,6	175,5	10,6	112,8	13,3
Jun	13.398,3	313,1	119,0	11.264,5	274,5	106,7	12.377,9	308,3	126,9	10,8	99,7	11,9
Jul	13.421,9	269,3	25,9	11.294,6	247,9	32,5	12.416,3	272,8	41,4	10,8	82,7	11,2
Ago	13.478,4	130,7	56,3	11.336,1	108,1	41,3	12.456,3	121,0	45,4	10,5	93,6	10,3
Sep	13.553,4	223,5	72,6	11.413,0	196,9	74,6	12.521,9	222,3	74,7	11,5	120,3	9,9
Oct	.	.	.	11.470,5	215,3	55,9	12.575,8	234,6	57,8	11,7	54,9	9,6
Nov	.	.	.	11.551,5	176,6	80,0	12.653,8	191,6	83,6	10,8	49,9	8,4

C15 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- ... Saldo vivo total (escala izquierda)
- - - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizados por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos					Emisiones brutas 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	5.048	1.505	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.169	5.267	1.924	701	4.937	340	1.177	816	74	100	162	24
2008 IV	13.169	5.267	1.924	701	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 I	13.680	5.390	2.032	723	5.191	343	1.378	922	78	92	250	35
II	13.999	5.431	2.112	757	5.348	351	1.162	749	62	90	241	20
III	14.156	5.424	2.137	785	5.452	358	1.002	651	43	84	212	12
2009 Ago	14.083	5.437	2.141	768	5.383	354	892	628	27	74	155	8
Sep	14.156	5.424	2.137	785	5.452	358	966	610	30	83	230	14
Oct	14.179	5.375	2.149	793	5.498	363	972	599	44	79	229	21
Nov	14.233	5.382	2.159	795	5.532	366	904	590	34	69	191	20
	A corto plazo											
2007	1.287	788	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	26	92	101	19
2008 IV	1.591	822	62	116	566	25	1.220	911	38	96	152	23
2009 I	1.659	839	42	98	663	18	1.078	806	17	74	154	27
II	1.622	785	37	85	699	16	866	631	14	69	139	13
III	1.634	751	31	82	752	19	797	569	10	71	139	8
2009 Ago	1.627	752	34	84	742	16	771	567	10	72	117	5
Sep	1.634	751	31	82	752	19	743	525	10	63	134	11
Oct	1.604	710	35	80	760	18	738	513	14	62	134	13
Nov	1.580	706	34	75	746	19	712	515	9	58	115	15
	A largo plazo ²⁾											
2007	10.779	4.260	1.468	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.579	4.445	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2008 IV	11.579	4.445	1.862	585	4.371	316	266	95	48	12	57	5
2009 I	12.021	4.552	1.991	625	4.529	325	300	116	61	18	96	8
II	12.378	4.645	2.075	672	4.650	335	295	118	48	21	102	7
III	12.522	4.673	2.106	703	4.700	339	205	82	33	14	72	4
2009 Ago	12.456	4.684	2.108	685	4.641	339	121	61	17	2	38	3
Sep	12.522	4.673	2.106	703	4.700	339	222	85	19	20	95	2
Oct	12.576	4.665	2.114	713	4.739	345	235	85	29	17	95	8
Nov	12.654	4.676	2.124	721	4.786	347	192	75	25	11	76	5
	del cual: a tipo fijo											
2007	7.324	2.264	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.613	2.326	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2008 IV	7.613	2.326	635	448	3.955	250	121	42	13	10	53	2
2009 I	7.933	2.393	702	491	4.094	253	208	72	27	18	86	5
II	8.248	2.492	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.375	2.527	768	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
2009 Ago	8.297	2.521	764	551	4.201	260	65	33	4	1	26	1
Sep	8.375	2.527	768	569	4.251	259	174	55	13	20	86	1
Oct	8.436	2.535	768	580	4.289	264	168	56	8	16	83	5
Nov	8.504	2.549	772	589	4.329	265	140	47	11	11	68	2
	del cual: a tipo variable											
2007	3.001	1.621	856	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.476	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 IV	3.476	1.725	1.198	127	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.585	1.757	1.264	124	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.614	1.740	1.302	124	374	74	65	30	24	1	7	2
III	3.611	1.725	1.313	123	372	79	48	21	18	0	7	1
2009 Ago	3.634	1.747	1.318	123	368	78	40	17	12	0	9	2
Sep	3.611	1.725	1.313	123	372	79	27	16	5	1	5	1
Oct	3.602	1.710	1.321	123	369	80	57	24	21	1	8	3
Nov	3.609	1.707	1.326	122	373	81	42	21	13	0	5	2

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

4.2 Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

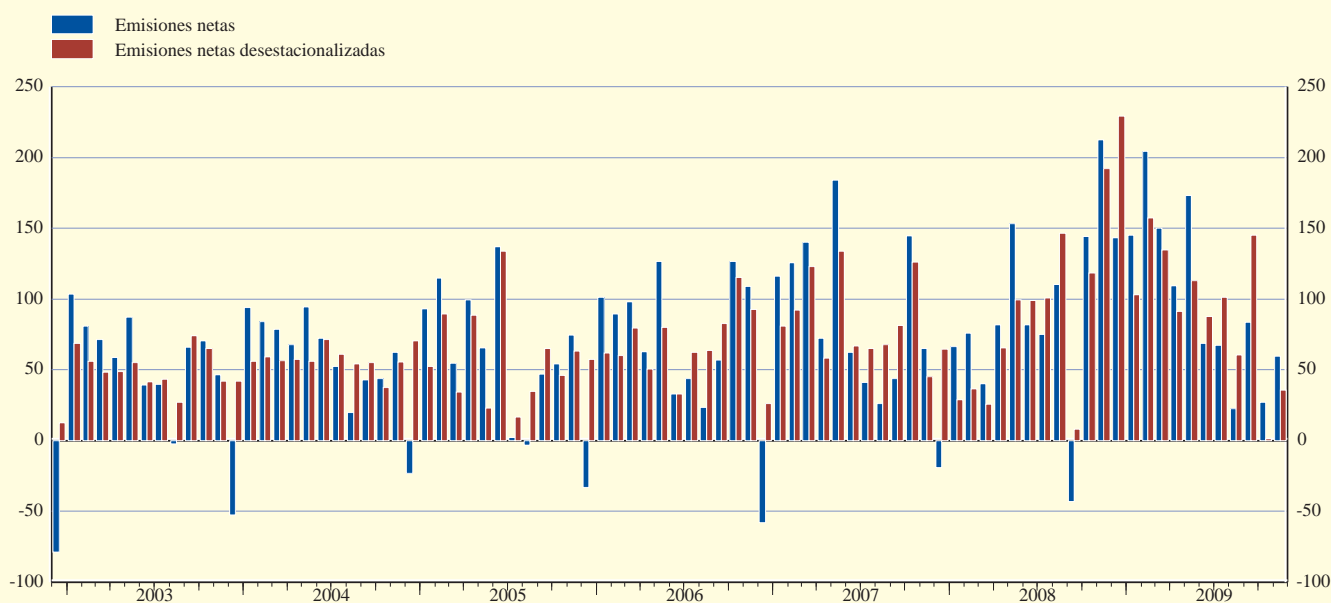
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar 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	83,5	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,0	4,3	10,0	1,1
2008	95,1	23,1	34,9	4,2	31,7	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2008 IV	166,7	11,3	80,7	6,2	63,0	5,5	179,9	21,4	55,7	9,3	90,6	2,9
2009 I	166,6	39,7	35,1	7,0	83,9	0,9	131,6	20,3	45,1	5,2	58,7	2,4
II	117,1	21,7	27,3	11,5	53,8	2,8	97,3	21,1	27,1	7,3	39,0	2,8
III	57,8	0,2	9,9	10,1	35,4	2,3	102,2	9,7	29,1	12,8	47,1	3,5
2009 Ago	22,3	-9,6	-4,3	-1,7	37,0	0,9	60,4	-0,5	7,3	2,8	48,9	1,9
Sep	83,7	-7,7	-1,5	18,1	71,1	3,7	145,1	16,0	31,1	21,8	70,3	5,7
Oct	27,0	-47,9	13,3	8,9	47,3	5,5	1,3	-73,1	-7,7	7,0	71,3	3,9
Nov	59,7	9,3	10,8	2,8	34,1	2,7	35,7	12,0	1,5	2,3	19,5	0,3
	A largo plazo											
2007	61,7	23,9	26,9	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,7	16,2	32,8	2,8	13,3	0,6	65,0	16,3	32,0	2,9	13,2	0,5
2008 IV	116,0	2,8	80,9	4,5	26,2	1,6	111,4	12,4	56,3	4,8	37,0	0,8
2009 I	134,7	24,9	41,9	12,9	52,0	3,0	130,3	16,2	52,0	14,4	44,7	2,9
II	125,8	36,1	28,8	15,9	41,3	3,7	94,8	25,4	27,9	12,2	25,7	3,5
III	53,9	12,1	12,0	11,0	17,4	1,4	98,9	22,3	31,4	12,9	29,8	2,5
2009 Ago	45,4	21,2	-3,2	-0,3	25,5	2,1	93,6	37,5	10,1	2,7	40,4	2,9
Sep	74,7	-8,1	1,4	19,8	61,0	0,7	120,3	7,0	31,6	21,8	57,2	2,6
Oct	57,8	-6,2	8,6	10,6	39,2	5,6	54,9	-9,1	-12,5	10,7	61,4	4,4
Nov	83,6	13,4	11,6	8,2	47,8	2,6	49,9	17,9	2,2	7,6	22,1	0,2

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas durante el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

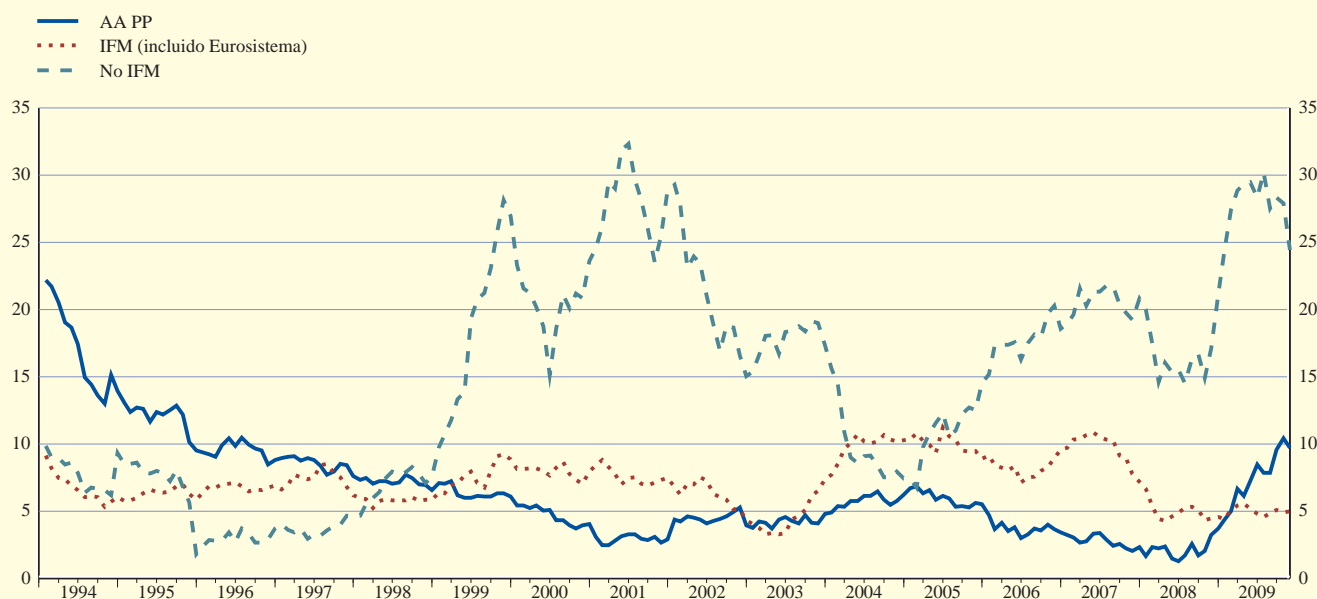
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(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 Nov	8,1	5,7	23,8	4,9	6,7	2,8	11,0	5,1	30,4	5,1	12,5	7,1
Dic	9,5	5,5	27,8	7,8	8,4	4,1	13,1	4,8	35,4	12,9	15,5	9,8
2009 Ene	10,1	5,3	30,0	7,1	9,6	5,5	13,0	3,6	37,9	12,3	16,0	8,6
Feb	11,0	6,3	32,1	8,1	10,1	6,5	13,1	3,8	36,3	13,3	16,0	7,2
Mar	11,9	6,4	33,2	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,1	13,0	19,8	10,0
Abr	12,1	6,3	33,4	10,1	11,7	10,6	14,6	6,0	41,6	15,3	15,1	11,3
May	12,1	5,5	32,9	10,2	12,8	9,5	13,1	5,8	35,3	15,9	13,0	11,9
Jun	11,9	4,8	29,7	11,8	13,7	9,6	10,6	4,7	24,2	10,8	12,0	9,6
Jul	11,8	4,2	30,8	13,2	13,5	9,4	10,5	4,8	24,2	14,3	11,0	10,3
Ago	11,0	3,5	26,9	12,8	13,4	9,0	8,9	3,1	18,6	12,5	10,7	10,8
Sep	12,0	4,2	27,2	15,2	14,9	10,6	9,0	3,5	17,4	17,3	10,2	11,3
Oct	11,0	3,0	26,1	16,1	13,6	10,4	7,5	0,1	12,3	17,2	12,1	9,4
Nov	9,6	2,5	21,5	15,8	12,0	10,5	6,3	-0,7	9,3	15,7	11,1	9,3
	A largo plazo											
2008 Nov	6,2	4,5	22,4	3,8	3,4	1,3	8,0	4,6	29,2	3,6	5,2	3,0
Dic	7,3	4,6	26,8	6,1	3,8	2,2	9,7	3,9	35,5	9,7	7,1	4,6
2009 Ene	8,1	4,4	30,7	8,3	4,4	3,4	10,5	3,0	42,2	16,1	7,1	4,2
Feb	9,2	5,1	33,9	10,5	5,1	3,9	10,6	3,0	41,0	19,5	7,4	3,0
Mar	10,3	5,4	34,8	13,0	6,7	5,8	13,2	3,9	42,9	21,0	11,8	7,3
Abr	10,3	5,6	34,8	14,8	6,0	8,7	14,0	5,1	46,9	26,0	10,0	11,8
May	10,6	5,2	34,4	16,3	7,2	8,5	13,3	5,7	39,6	30,5	9,1	14,2
Jun	10,8	4,8	31,7	19,0	8,4	8,4	11,9	5,6	28,0	29,1	9,8	12,6
Jul	10,8	4,6	33,4	21,2	7,8	8,0	11,2	6,1	25,4	26,6	8,6	12,0
Ago	10,5	4,8	29,9	20,8	7,8	8,0	10,3	6,7	19,7	22,1	8,3	13,2
Sep	11,5	5,1	30,2	23,2	9,6	9,3	9,9	6,4	18,8	25,4	7,5	11,4
Oct	11,7	4,9	28,9	25,2	10,4	10,4	9,6	4,7	13,1	24,4	11,0	9,0
Nov	10,8	5,0	23,9	26,1	9,6	10,8	8,4	4,3	10,0	21,9	10,1	7,5

C17 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

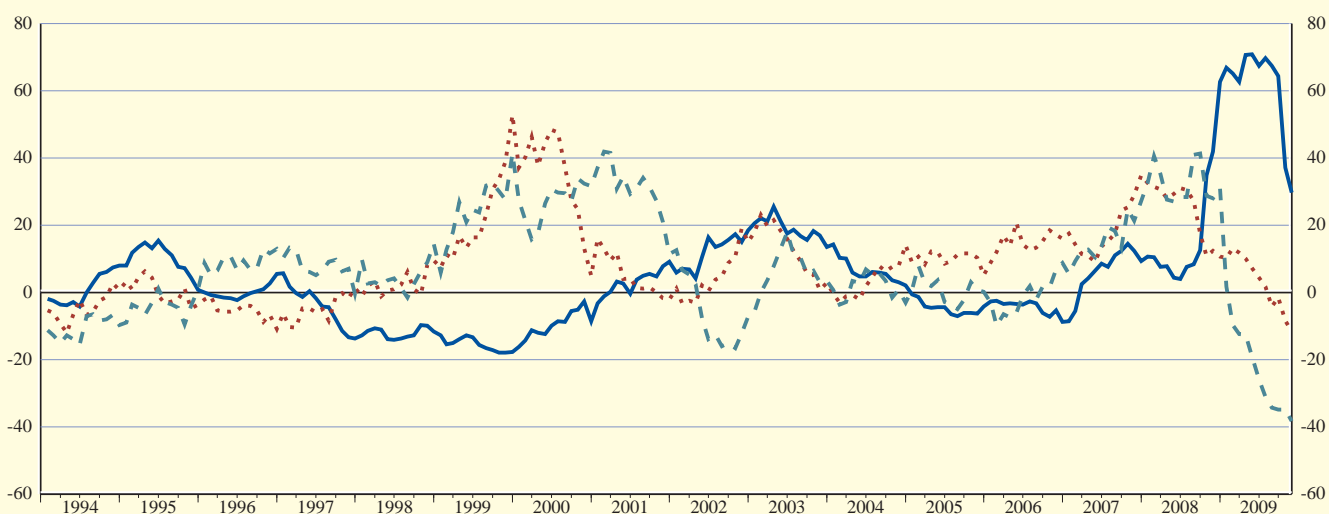
(tasas de variación)

	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	5,1	7,1	17,1	4,0	2,5	6,6	15,8	11,2	37,7	18,6	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,7	4,9	1,5	1,4	12,8	5,6	33,4	7,1	7,6	3,2
2008 IV	3,2	4,5	4,8	5,3	2,3	-0,8	13,0	5,7	33,8	4,5	3,8	10,3
2009 I	6,1	4,9	13,0	12,5	5,3	1,6	15,8	5,3	44,8	0,6	0,8	11,1
II	9,0	6,8	20,3	21,2	7,5	4,8	14,6	3,3	44,1	-1,3	-0,6	19,9
III	10,6	7,2	24,7	28,4	9,0	3,9	11,6	1,0	36,6	-3,4	-1,6	25,1
2009 Jun	10,3	6,9	22,4	25,3	9,1	4,4	12,4	1,3	38,5	-1,3	0,1	23,4
Jul	10,4	6,7	25,8	28,6	8,6	3,9	12,4	1,5	39,3	-3,2	-2,3	23,7
Ago	10,5	7,4	24,7	28,2	8,7	3,5	10,6	0,9	34,1	-3,9	-3,8	25,9
Sep	11,7	8,2	24,6	31,8	10,0	4,4	11,2	0,1	34,7	-5,0	2,9	28,2
Oct	12,7	8,5	26,0	34,1	11,1	6,4	9,6	-1,1	31,6	-4,5	1,3	26,1
Nov	12,5	9,4	25,3	35,2	10,1	7,1	7,1	-1,9	23,8	-4,4	1,7	25,8
En euros												
2007	4,6	6,4	13,7	2,3	2,7	6,7	15,2	10,4	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,7	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2008 IV	3,4	4,7	7,2	3,2	2,5	-1,3	15,4	7,7	36,5	5,2	4,0	9,3
2009 I	6,5	6,1	16,4	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,6	0,9	10,9
II	9,6	8,8	23,4	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,1	-2,0	-0,7	21,7
III	11,3	9,4	26,6	27,4	9,2	3,3	13,8	2,8	39,0	-4,0	-2,4	27,4
2009 Jun	10,9	8,8	24,5	24,1	9,4	3,8	14,9	3,1	41,5	-2,0	-0,2	25,5
Jul	11,0	8,8	27,8	27,4	8,9	3,3	14,8	3,4	41,9	-3,7	-3,0	25,9
Ago	11,2	9,6	26,7	27,5	9,0	2,8	12,6	2,6	36,2	-4,4	-4,9	28,3
Sep	12,3	10,7	25,8	30,6	10,1	3,7	13,3	2,0	36,6	-5,9	1,7	30,5
Oct	13,3	11,0	27,2	33,5	11,2	5,7	11,4	0,5	33,1	-5,4	0,0	26,9
Nov	12,9	11,8	25,6	34,6	10,2	6,8	8,6	-0,6	25,0	-5,1	0,4	25,9

C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

- AA PP
- IFM (incluido Eurosistema)
- - - No IFM



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del período, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a los cambios interanuales en la media del período. Para más detalle, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

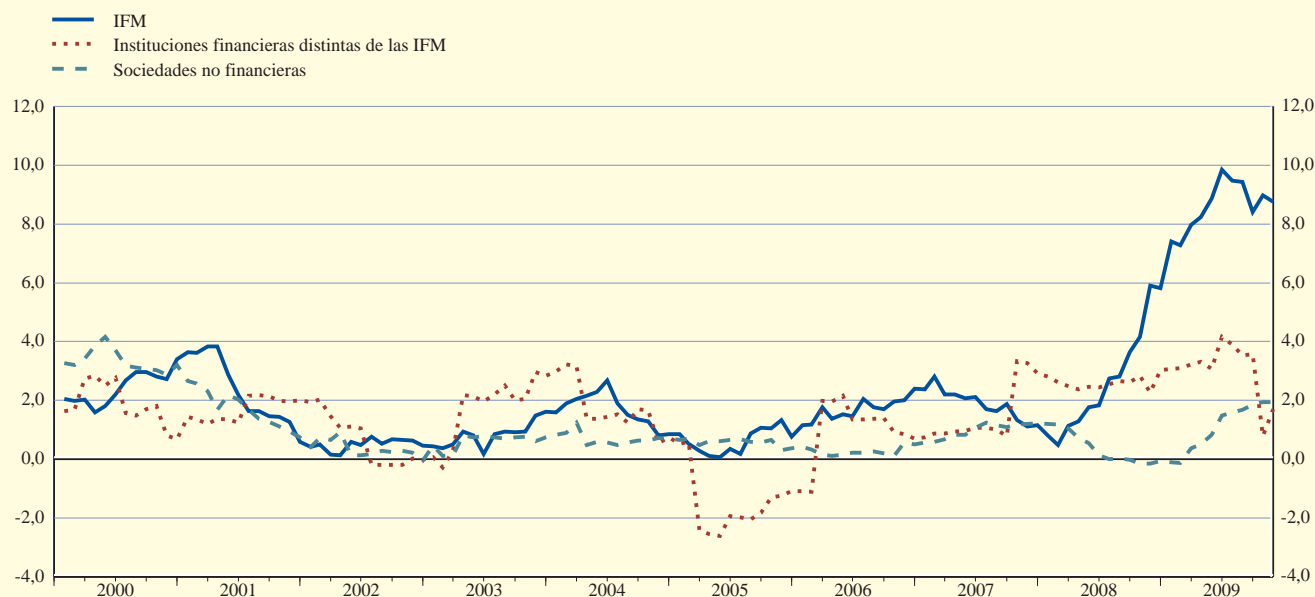
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	578,6	3,3	5.018,6	1,2
2007 Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,3	1,2
2008 Ene	5.766,2	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,4	1,2
2008 Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
2008 Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
2008 Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,7	0,7
2008 May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
2008 Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,3	0,1
2008 Jul	4.972,7	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,2	0,0
2008 Ago	4.999,3	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,7	0,0
2008 Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,1	0,0
2008 Oct	3.743,8	105,0	0,7	451,9	4,2	280,2	2,8	3.011,8	-0,1
2008 Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
2008 Dic	3.482,6	105,4	1,0	377,0	5,8	269,1	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.286,9	105,6	1,1	342,8	7,4	243,9	3,1	2.700,3	-0,1
2009 Feb	2.922,2	105,6	1,1	275,0	7,3	192,4	3,1	2.454,8	-0,1
2009 Mar	3.010,5	106,1	1,5	314,5	8,0	209,7	3,2	2.486,4	0,4
2009 Abr	3.435,6	106,2	1,7	412,8	8,2	256,4	3,3	2.766,4	0,5
2009 May	3.580,6	106,5	2,0	453,2	8,9	262,3	3,1	2.865,1	0,8
2009 Jun	3.530,7	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,2	2.824,3	1,5
2009 Jul	3.815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	3,9	3.027,5	1,6
2009 Ago	4.044,3	107,5	2,7	572,4	9,4	301,0	3,5	3.171,0	1,7
2009 Sep	4.213,3	107,6	2,8	593,0	8,4	327,6	3,6	3.292,7	1,9
2009 Oct	4.085,6	107,8	2,7	568,1	9,0	322,1	0,8	3.195,4	1,9
2009 Nov	4.098,6	108,1	2,7	567,6	8,8	313,5	1,7	3.217,5	1,9

CI9 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

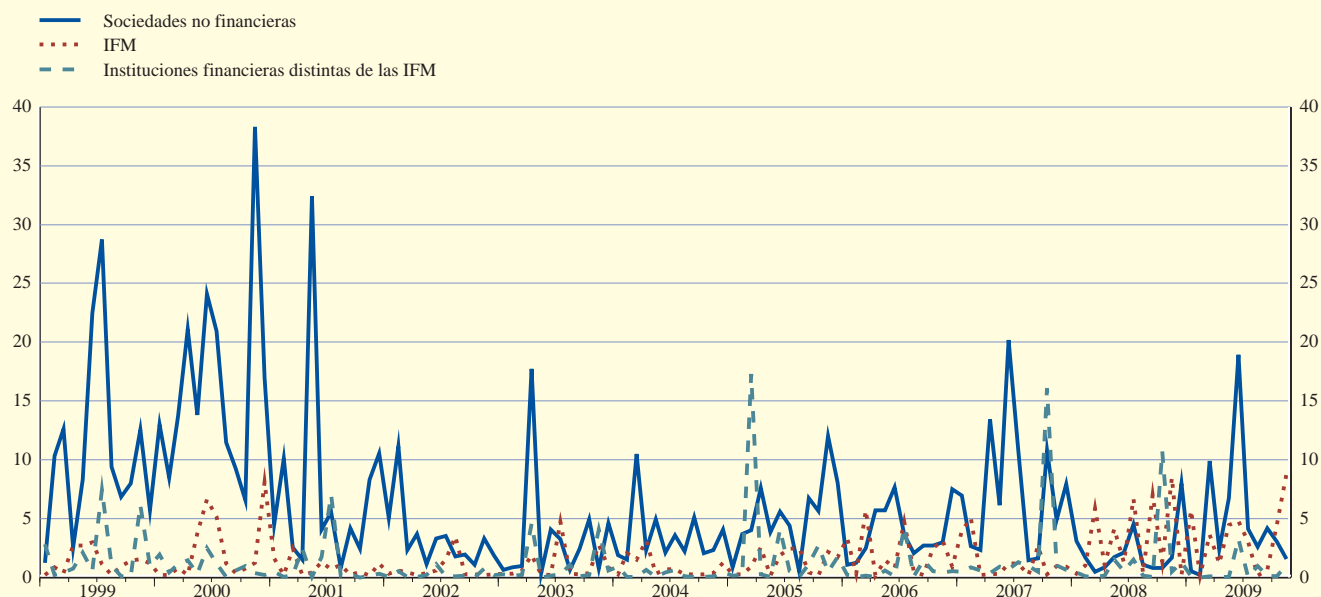
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2007 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
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9
Oct	7,6	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,0	0,2	2,8
Nov	11,4	0,2	11,2	8,8	0,0	8,8	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro 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
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	3,38	3,23	2,49	3,98	1,10	1,61	3,21	3,89	1,55
Mar	0,80	2,24	2,94	3,07	2,31	3,87	0,93	1,36	2,96	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,69	2,87	2,22	3,75	0,77	1,15	2,64	3,06	1,12
May	0,61	1,89	2,39	2,71	1,99	3,62	0,73	1,08	2,38	3,11	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,57	0,82	2,41	2,93	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,55	0,71	2,06	2,93	0,57
Sep	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
Oct	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
Nov	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,11	2,92	0,58
Dic	0,45	1,67	2,32	2,48	1,53	2,45	0,47	0,77	1,99	2,49	0,64

2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo				Por fijación inicial del tipo					Sin fijación de tipo y hasta 1 año		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 Ene	10,14	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	9,55	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,54	4,76	4,95
Jul	9,31	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,96	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,21	4,74	4,82
Sep	9,26	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
Oct	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
Nov	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
Dic	9,00	6,42	6,25	7,49	7,41	2,71	3,96	4,42	4,26	3,80	3,08	4,40	4,33

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
2009 Ene	5,65	4,73	5,46	5,24	3,52	3,95	4,58
Feb	5,38	4,32	5,24	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	5,00	4,60	2,54	3,34	4,01
May	4,64	3,73	5,00	4,52	2,48	3,21	3,98
Jun	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
Ago	4,24	3,42	4,67	4,24	2,31	2,80	3,83
Sep	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
Oct	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
Nov	4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
Dic	4,06	3,27	4,23	3,95	2,18	3,13	3,58

Fuente: BCE.

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

2) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares.

4) La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por los costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del 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		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2009 Ene	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,26	3,48	4,11	3,09
Feb	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,10	3,17	4,00	2,68
Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,93	2,80	3,87	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,77	2,50	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,73	2,35	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,57	1,97	3,52	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,55	1,89	3,39	1,53
Sep	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
Oct	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
Nov	0,46	2,51	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28
Dic	0,45	2,36	2,90	1,53	2,45	0,47	1,56	3,31	1,20

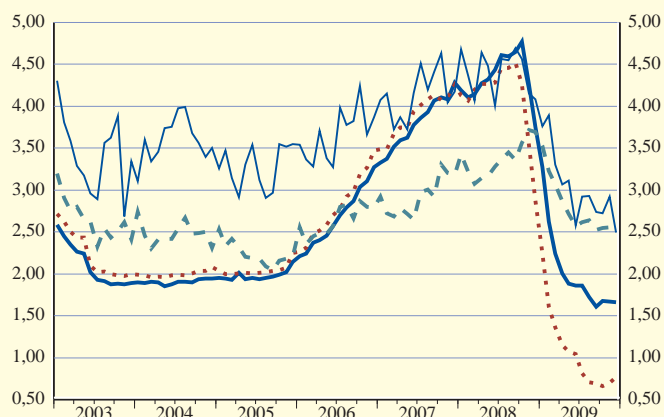
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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
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	3,97	4,25
May	4,59	4,45	4,56	8,09	6,92	5,84	4,00	3,84	4,12
Jun	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,72	4,00
Jul	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81
Ago	4,23	4,25	4,28	7,81	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
Sep	4,18	4,26	4,25	7,80	6,72	5,64	3,62	3,43	3,68
Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
Dic	4,08	4,10	4,06	7,54	6,58	5,43	3,46	3,35	3,49

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

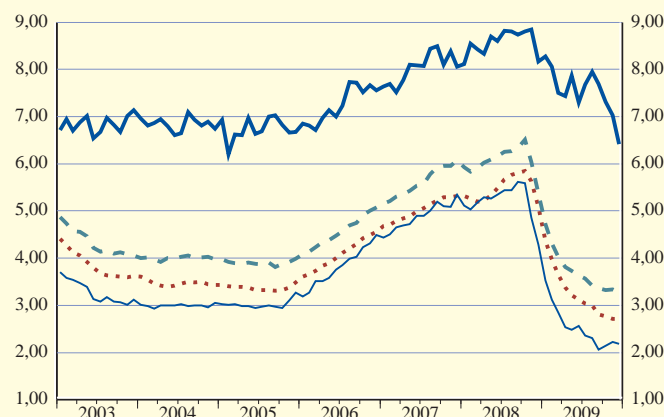
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

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

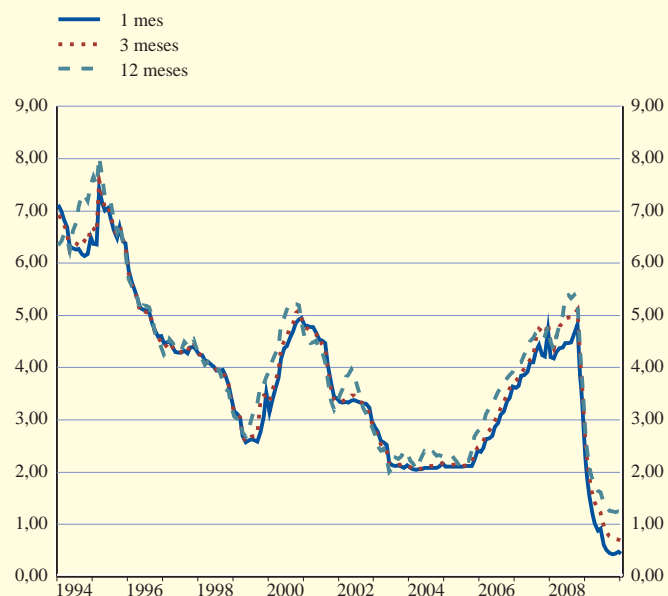
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{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
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2008 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
IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
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
Nov	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26

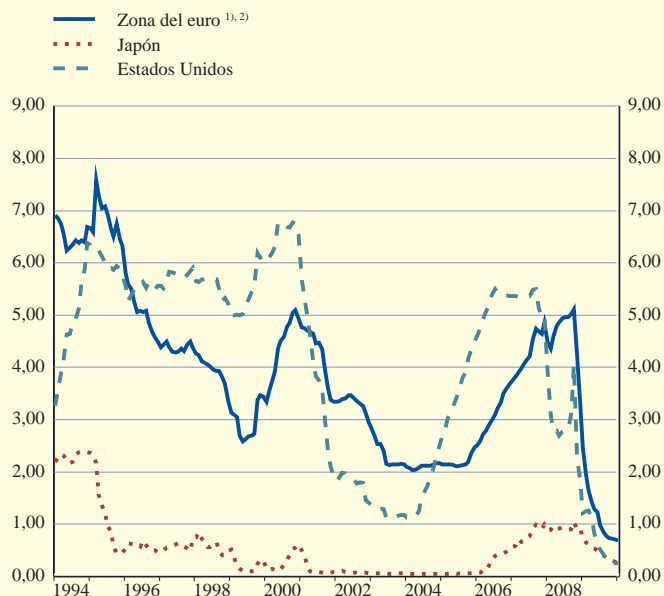
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

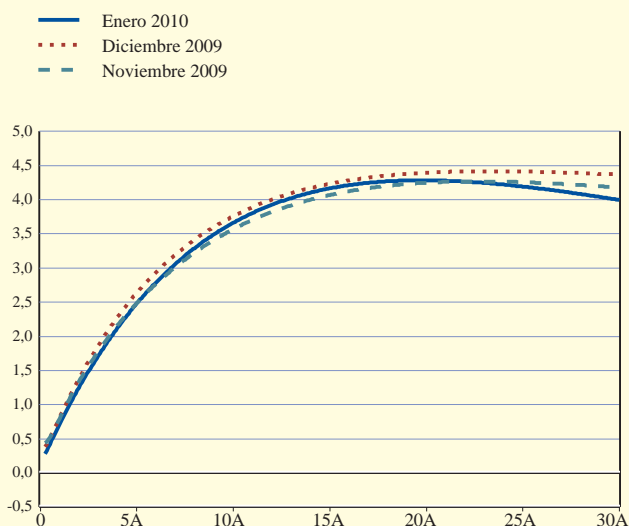
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

(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
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2008 IV	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2009 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
Nov	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23

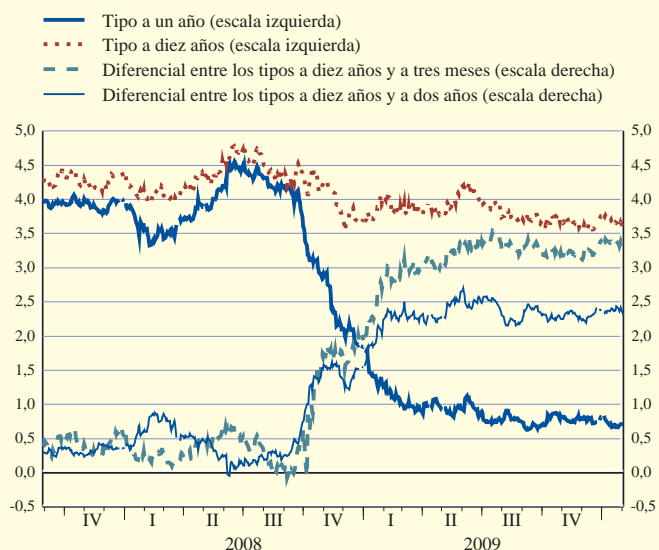
C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

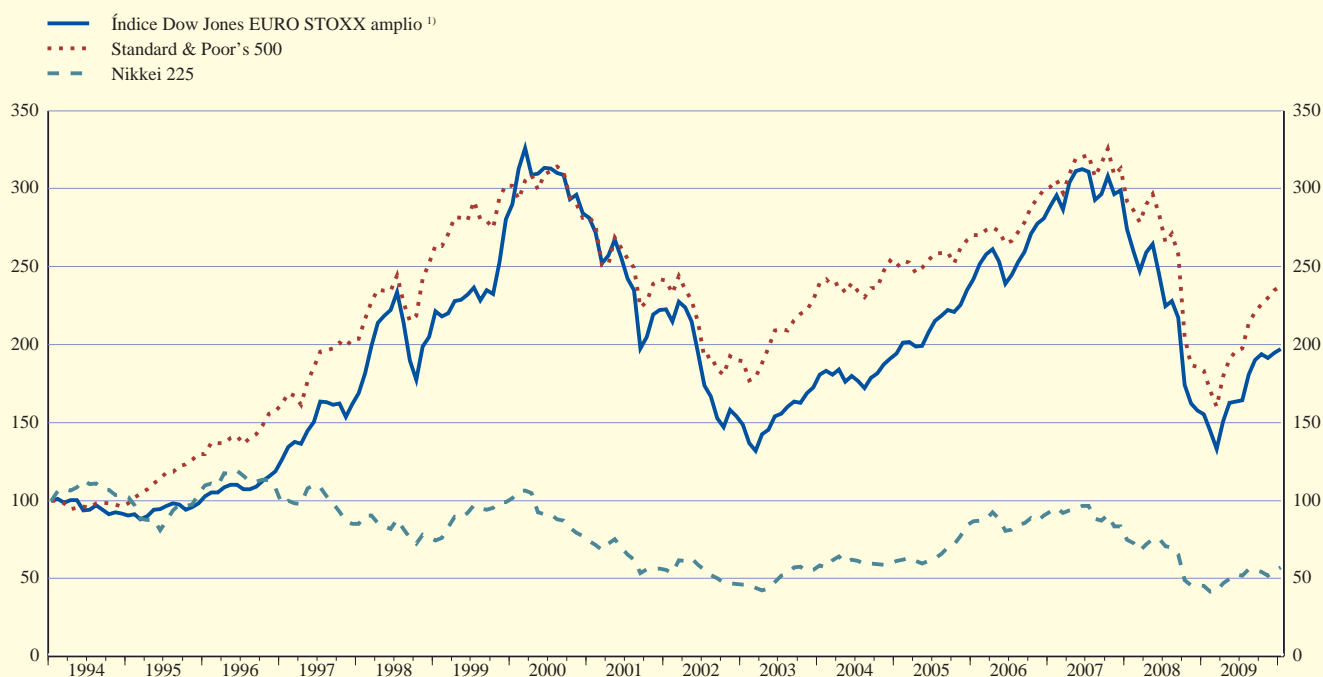
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
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
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
Nov	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
Dic	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6

C27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo 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
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
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,6
2008 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	0,2	0,1	-0,9	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	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,1
IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,8
2009 Ago	108,1	-0,2	1,2	-1,5	1,8	0,3	0,1	-0,2	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	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,8
Nov	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	1,4	0,1	0,4	0,8
Dic	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,5	0,1	0,9	0,7
2010 Ene ⁴⁾		1,0											

	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
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2008 IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
III	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
IV	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2009 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
Oct	-0,4	0,3	-1,6	-2,0	0,3	-8,5	1,9	1,6	2,6	-0,3	1,6	2,1
Nov	-0,1	0,5	-1,3	-0,4	0,2	-2,4	1,9	1,7	2,4	-0,7	1,3	2,2
Dic	-0,2	0,7	-1,6	0,8	0,4	1,8	1,9	1,7	2,5	-0,8	1,2	2,2

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 habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles residenciales

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total ³⁾	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
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,5	1,4	1,5	13,4	4,6	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,1	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,8
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,2	0,4	-2,0	1,2	-2,5	-11,5	.	.
2008 IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,4	0,8 ⁴⁾
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,1	2,6	.
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	-0,2	-2,4 ⁴⁾
III	108,0	-7,8	-7,4	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,6	.
IV	108,4	-4,6	-2,9	-3,1	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,7	.	.
2009 Jul	107,8	-8,4	-8,2	-4,1	-7,5	0,0	-2,5	1,2	-3,0	-19,8	.	.
Ago	108,3	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,1	-3,1	-16,7	.	.
Sep	107,9	-7,6	-6,9	-4,2	-7,3	-0,5	-2,7	0,7	-3,2	-17,3	.	.
Oct	108,2	-6,6	-5,2	-3,9	-6,5	-0,6	-2,8	0,4	-3,3	-14,3	.	.
Nov	108,4	-4,4	-2,7	-3,1	-4,8	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-8,9	.	.
Dic	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,4	-0,5	-2,0	0,5	-2,3	-5,6	.	.

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto¹⁾

	Precios del petróleo ⁵⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB								
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino			Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones ⁸⁾	Impor- taciones ⁸⁾	
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8	
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,5	2,4	2,3	2,3	1,7	2,6	1,6	1,4	
2008	65,9	2,1	18,5	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,0	2,2	2,7	2,9	2,8	2,4	2,4	3,7	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 IV	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,8	-15,8	120,0	2,4	2,0	2,0	2,2	1,8	1,3	0,4	
2009 I	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,6	-17,7	-36,8	120,1	1,8	1,1	0,3	2,8	0,6	-2,6	-4,4	
II	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,2	1,1	0,1	-0,3	1,6	-0,8	-4,4	-6,8	
III	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,4	0,9	-0,3	-0,7	2,4	-1,5	-5,4	-8,1	
IV	51,2	2,8	5,8	1,4	2,3	-1,0	4,9	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Ago	51,1	-16,5	-10,9	-19,1	-17,7	-16,3	-18,7	.	.	.	.	.	.	.	.
Sep	46,9	-17,1	-11,6	-19,6	-17,5	-15,4	-18,9	.	.	.	.	.	.	.	.
Oct	49,8	-7,3	-1,2	-10,1	-9,3	-10,3	-8,6	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	52,1	-0,9	3,0	-2,8	-1,0	-2,9	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.
Dic	51,6	19,0	16,2	20,5	19,7	11,0	27,0	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 Ene	54,0	27,1	8,8	38,7	25,6	7,6	42,9	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En el año 2005.

4) Los datos trimestrales para el segundo y cuarto trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera y segunda mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales solo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semestrales es menor que la de los datos anuales.

5) Brent (para entrega en un mes).

6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.

7) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

8) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitarios ¹⁾								
2005	109,0	1,2	8,5	-0,5	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	1,0	1,3	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0
2007	111,7	1,6	2,6	0,7	4,1	0,7	2,3	1,8
2008	115,4	3,3	0,1	3,6	2,8	3,2	3,1	3,1
2008 III	115,8	3,6	-0,9	4,1	3,0	4,4	3,6	2,5
IV	118,2	4,8	-0,4	9,9	2,5	5,2	2,4	3,2
2009 I	120,3	5,9	0,6	16,5	2,2	6,8	0,3	3,6
II	120,4	4,8	1,3	14,9	0,7	5,5	1,0	2,1
III	119,9	3,5	0,0	9,2	-0,7	3,5	0,0	3,6
Remuneración por asalariado								
2005	112,3	2,0	2,6	1,9	2,2	1,9	2,3	1,9
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7
2007	117,8	2,5	4,1	2,8	2,7	2,1	2,5	2,5
2008	121,6	3,2	3,3	3,1	4,5	2,7	2,5	3,7
2008 III	122,1	3,6	3,5	3,2	5,0	3,9	3,0	3,5
IV	122,8	3,0	3,0	2,9	4,4	2,9	2,0	3,5
2009 I	122,7	1,9	3,2	0,3	3,4	2,2	0,7	3,2
II	123,2	1,6	3,6	0,0	3,8	1,9	1,9	1,9
III	123,8	1,4	2,8	0,2	3,0	0,5	1,4	2,9
Productividad del trabajo ²⁾								
2005	103,1	0,7	-5,5	2,4	-1,1	1,3	0,2	-0,2
2006	104,5	1,4	1,8	3,9	0,1	1,2	0,1	-0,3
2007	105,5	1,0	1,4	2,1	-1,4	1,4	0,2	0,7
2008	105,4	-0,1	3,2	-0,5	1,6	-0,5	-0,6	0,6
2008 III	105,5	-0,1	4,4	-0,9	1,9	-0,5	-0,6	1,0
IV	103,8	-1,7	3,4	-6,4	1,8	-2,2	-0,4	0,3
2009 I	102,0	-3,8	2,5	-13,9	1,2	-4,3	0,4	-0,4
II	102,4	-3,1	2,3	-12,9	3,0	-3,4	0,9	-0,2
III	103,3	-2,0	2,8	-8,3	3,7	-2,9	1,4	-0,7

5. Costes laborales por hora ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	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	2,1	2,2	2,0	2,1	1,6	2,3	2,1
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,4	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,5	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	99,9	3,4	3,5	3,3	3,8	4,2	3,1	3,2
2008 III	100,5	3,5	3,6	3,5	2,9	3,7	3,8	3,4
IV	101,7	4,4	4,3	4,9	6,2	5,1	3,3	3,6
2009 I	102,3	3,8	3,7	4,5	6,2	3,4	2,6	3,2
II	103,3	4,3	4,2	4,6	6,1	3,8	3,5	2,7
III	103,8	3,2	3,1	3,6	5,4	2,9	2,0	2,3

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no concuerden con el total.

4) Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5) En el año 2008.

5.2 Producto y demanda

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2005	8.140,6	8.021,3	4.666,2	1.664,2	1.683,1	7,9	119,2	3.094,0	2.974,7
2006	8.558,9	8.461,2	4.870,0	1.733,2	1.831,2	26,7	97,7	3.451,6	3.353,9
2007	9.005,7	8.864,7	5.062,2	1.803,4	1.968,5	30,6	141,0	3.732,8	3.591,8
2008	9.259,6	9.162,9	5.228,8	1.892,1	2.001,8	40,2	96,8	3.858,7	3.761,9
2008 III	2.324,7	2.309,6	1.316,9	474,7	504,0	14,0	15,1	984,0	968,9
IV	2.294,7	2.281,4	1.304,6	480,7	481,8	14,3	13,3	900,6	887,3
2009 I	2.239,7	2.231,4	1.288,3	487,8	453,5	1,8	8,3	801,3	793,0
II	2.238,4	2.218,8	1.292,1	493,2	444,3	-10,7	19,6	783,0	763,4
III	2.251,9	2.232,4	1.294,1	498,2	439,8	0,3	19,4	805,4	785,9
	<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)³⁾</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 III	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,2	-	-	-1,3	0,0
IV	-1,9	-0,8	-0,5	0,6	-4,0	-	-	-7,2	-4,8
2009 I	-2,5	-2,0	-0,4	0,6	-5,4	-	-	-8,6	-7,4
II	-0,1	-0,7	0,1	0,6	-1,6	-	-	-1,2	-2,8
III	0,4	0,4	-0,1	0,6	-0,8	-	-	3,1	3,0
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2005	1,7	1,9	1,8	1,6	3,2	-	-	5,1	5,8
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,5	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,8	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,4	2,0	-0,4	-	-	1,0	1,0
2008 III	0,4	0,4	0,0	2,1	-0,6	-	-	1,0	0,9
IV	-1,8	-0,5	-0,7	2,4	-5,8	-	-	-6,9	-4,0
2009 I	-5,0	-3,2	-1,3	2,5	-11,5	-	-	-16,6	-12,8
II	-4,8	-3,4	-0,9	2,5	-11,7	-	-	-17,2	-14,3
III	-4,0	-3,2	-1,0	2,5	-11,4	-	-	-13,5	-11,8
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2008 III	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,5	-	-
IV	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,9	0,2	-1,1	-	-
2009 I	-2,5	-2,0	-0,2	0,1	-1,1	-0,8	-0,5	-	-
II	-0,1	-0,7	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2005	1,7	1,8	1,1	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 III	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	-	-
IV	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,6	-1,3	-	-
2009 I	-5,0	-3,2	-0,7	0,5	-2,5	-0,5	-1,8	-	-
II	-4,8	-3,4	-0,5	0,5	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
III	-4,0	-3,2	-0,6	0,5	-2,5	-0,6	-0,9	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2005	7.295,9	143,7	1.481,7	439,8	1.541,3	2.018,4	1.671,1	844,7
2006	7.645,0	141,2	1.563,3	476,3	1.598,0	2.134,6	1.731,6	913,9
2007	8.046,8	151,7	1.638,9	509,3	1.672,7	2.271,0	1.803,1	959,0
2008	8.313,6	146,7	1.660,2	533,3	1.726,8	2.364,6	1.882,1	946,0
2008 III	2.087,5	35,9	418,0	134,8	433,8	594,0	471,0	237,2
2008 IV	2.064,5	34,9	395,7	132,0	428,8	594,9	478,2	230,2
2009 I	2.016,1	34,4	359,1	130,4	417,9	589,7	484,7	223,5
2009 II	2.016,2	33,4	353,2	129,3	418,6	592,5	489,2	222,2
2009 III	2.029,8	32,4	361,1	128,9	420,2	594,7	492,4	222,1
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados) ¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 III	-0,4	0,3	-1,8	-1,4	-0,4	-0,1	0,5	-0,2
2008 IV	-1,9	0,3	-6,4	-1,8	-2,0	-0,6	0,3	-2,0
2009 I	-2,5	-0,3	-8,3	-1,0	-2,8	-0,7	-0,1	-2,5
2009 II	-0,2	-0,2	-1,5	-0,7	-0,1	0,1	0,7	0,3
2009 III	0,4	0,4	2,3	-0,8	0,2	-0,1	0,1	0,8
<i>tasas de variación interanual</i>								
2005	1,7	-6,1	1,3	1,6	2,0	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	0,0	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	-0,1	2,4	2,3	3,4	4,3	2,0	0,9
2008	0,9	1,7	-0,6	-0,6	0,8	1,7	1,6	-1,2
2008 III	0,6	2,8	-1,0	-1,0	0,4	1,3	1,8	-1,5
2008 IV	-1,7	2,2	-7,6	-3,4	-2,0	0,2	1,5	-2,6
2009 I	-4,9	0,1	-16,6	-5,9	-5,5	-1,0	1,1	-5,6
2009 II	-4,9	0,1	-17,1	-4,7	-5,1	-1,2	1,3	-4,4
2009 III	-4,1	0,1	-13,6	-4,2	-4,6	-1,3	1,0	-3,5
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2008 III	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
2008 IV	-1,9	0,0	-1,3	-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	0,2	-
2009 III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; 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	0,1	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2008 III	0,6	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,4	-
2008 IV	-1,7	0,0	-1,5	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
2009 I	-4,9	0,0	-3,4	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-
2009 II	-4,9	0,0	-3,5	-0,3	-1,1	-0,3	0,3	-
2009 III	-4,1	0,0	-2,7	-0,3	-1,0	-0,4	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total ¹⁾	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,8	4,9	6,0	3,0	4,7	2,7	0,6	3,5
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,1
2008	-2,2	106,3	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2008 IV	-8,9	98,6	-8,9	-9,2	-9,4	-13,3	-8,4	-4,7	-11,9	-3,5	-4,1	-8,1
2009 I	-17,0	90,2	-18,5	-20,2	-20,6	-25,4	-23,9	-7,4	-19,8	-5,5	-4,5	-10,3
II	-16,7	89,2	-18,6	-19,5	-19,9	-24,3	-24,2	-6,0	-21,3	-3,4	-8,9	-7,4
III	-13,8	91,3	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,4	-1,9	-6,3	-9,3
2009 Jun	-15,2	90,1	-16,7	-17,8	-18,3	-22,2	-22,2	-5,3	-23,6	-2,3	-6,2	-7,6
Jul	-15,0	90,5	-15,8	-16,9	-17,7	-20,2	-23,5	-4,0	-20,4	-1,3	-5,6	-10,1
Ago	-14,6	91,5	-15,1	-16,1	-16,0	-19,4	-22,0	-5,4	-19,6	-3,8	-6,1	-10,5
Sep	-11,9	91,8	-12,7	-13,1	-13,7	-15,7	-18,3	-2,8	-15,6	-0,8	-7,3	-7,6
Oct	-10,5	91,6	-11,0	-11,5	-12,1	-12,2	-16,9	-4,6	-14,2	-2,9	-5,2	-6,3
Nov	-7,1	92,6	-6,8	-7,0	-7,3	-5,9	-12,8	-1,8	-8,2	-0,8	-5,7	-7,1
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Jun	0,8	-	1,0	1,0	-0,2	0,6	0,2	-0,2	-3,5	0,2	1,8	0,0
Jul	-0,1	-	0,4	0,4	-0,2	1,2	-1,3	0,5	0,9	0,4	0,6	-1,6
Ago	0,8	-	1,2	1,4	1,1	0,9	1,6	-0,4	5,7	-1,1	0,2	0,1
Sep	0,6	-	0,3	0,6	0,0	0,9	1,6	0,2	-4,9	0,8	-1,6	-0,7
Oct	-0,5	-	-0,3	-0,7	-0,3	1,1	-0,5	-1,4	-0,8	-1,3	1,0	-0,1
Nov	1,3	-	1,1	1,8	1,1	1,8	1,4	1,0	2,1	0,8	-2,5	-0,8

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ³⁾	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,2	4,0	3,1	968	-0,5
2008	113,4	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,5	-0,8	-1,8	-0,1	-1,7	-1,9	896	-7,0
2009	.	.	.	.	-2,6	101,6	-1,9	-1,8	-1,9	.	.	923	2,8
2009 I	83,1	-31,8	95,0	-21,6	-2,8	101,9	-2,7	-3,5	-2,0	-0,7	-6,2	828	-12,6
II	84,5	-30,6	94,1	-23,2	-2,8	101,7	-2,0	-1,6	-2,2	-2,1	-5,3	933	-0,2
III	91,1	-21,4	96,2	-18,8	-3,2	101,4	-1,8	-1,4	-2,2	-2,8	-2,9	959	9,6
IV	.	.	.	.	-1,5	101,3	-1,1	-0,7	-1,4	.	.	971	20,3
2009 Jul	90,3	-24,9	95,1	-20,7	-2,6	101,6	-1,2	-1,6	-1,1	0,1	-3,3	974	6,8
Ago	90,7	-23,2	97,1	-18,8	-3,2	101,5	-1,8	-0,9	-2,5	-4,0	-2,7	932	14,5
Sep	92,3	-16,4	96,3	-16,9	-3,9	101,1	-2,5	-1,8	-3,0	-4,8	-2,8	969	9,6
Oct	90,3	-14,5	96,8	-16,3	-1,7	101,6	-0,4	-1,1	-0,2	2,5	-0,4	980	10,8
Nov	92,8	-0,4	98,1	-6,5	-2,6	101,2	-1,5	-1,3	-1,7	-3,7	-2,8	975	33,6
Dic	.	.	.	.	-0,4	101,2	-1,2	0,1	-2,2	.	.	959	19,3
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2009 Ago	-	0,5	-	2,1	-0,1	-	-0,1	0,7	-0,7	-2,4	-0,1	-	-4,3
Sep	-	1,7	-	-0,8	-0,4	-	-0,4	-0,6	-0,2	0,2	-0,1	-	4,0
Oct	-	-2,1	-	0,5	0,5	-	0,5	0,0	0,7	2,1	0,5	-	1,1
Nov	-	2,8	-	1,4	-0,4	-	-0,4	0,2	-0,7	-2,6	-1,2	-	-0,5
Dic	-	.	-	.	0,8	-	0,0	0,3	-0,2	.	.	-	-1,6

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) En el año 2005.

2) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en el año 2005.

3) Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos 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
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2008 IV	80,0	-25	-36	18	-22	78,0	-27	-11	-34	49	-14
2009 I	71,5	-36	-56	20	-31	72,4	-33	-11	-41	64	-14
II	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
IV	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2009 Ago	84,8	-25	-56	12	-8	-	-22	-5	-21	54	-9
Sep	86,7	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10
Oct	89,6	-21	-53	8	-2	71,0	-18	-3	-12	48	-8
Nov	91,9	-19	-51	7	2	-	-17	-3	-10	50	-7
Dic	94,1	-16	-47	5	3	-	-16	-3	-10	46	-5
2010 Ene	95,7	-14	-44	3	5	72,4	-16	-3	-9	46	-6

	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
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2008 IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2009 Ago	-31	-40	-22	-14	-20	10	-13	-11	-16	-10	-5
Sep	-30	-42	-19	-15	-21	11	-14	-9	-15	-10	-2
Oct	-29	-42	-16	-15	-24	10	-12	-7	-10	-10	0
Nov	-26	-39	-14	-11	-19	10	-4	-4	-7	-8	4
Dic	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5
2010 Ene	-29	-39	-20	-5	-6	8	-1	-1	-6	-3	5

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo 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	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,875	1,0	1,0	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,168	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,728	1,8	1,9	0,8	-1,5	0,3	3,8	2,0	4,0	1,2
2008	147,816	0,7	0,9	-0,3	-1,4	-0,1	-2,2	1,3	2,3	1,0
2008 III	147,794	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	2,0	0,8
IV	147,261	0,0	0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,3
2009 I	146,200	-1,2	-1,0	-2,3	-2,3	-3,0	-7,2	-1,2	-1,2	1,6
II	145,499	-1,8	-1,7	-2,2	-2,3	-4,7	-7,5	-1,8	-2,1	1,7
III	144,788	-2,1	-2,0	-2,4	-2,8	-6,1	-7,8	-1,7	-2,5	1,7
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2008 III	-0,352	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,9	-0,1	0,0	0,2
IV	-0,533	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	-1,1	-2,2	-0,4	-0,5	0,6
2009 I	-1,062	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
II	-0,700	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,8	-1,4	-0,4	-0,7	0,6
III	-0,712	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-1,6	-2,0	-0,1	-0,5	0,3

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		78,0		22,0		53,7		46,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,876	8,3	10,053	7,3	2,823	16,4	6,387	7,5	6,489	9,4
2007	11,673	7,5	9,124	6,6	2,549	14,9	5,736	6,7	5,937	8,5
2008	11,891	7,6	9,264	6,6	2,628	15,4	5,998	6,9	5,893	8,3
2009	14,876	9,4	11,609	8,2	3,267	19,6	8,003	9,3	6,873	9,6
2008 IV	12,673	8,0	9,864	7,0	2,809	16,6	6,549	7,6	6,124	8,6
2009 I	13,890	8,8	10,815	7,7	3,075	18,2	7,359	8,5	6,531	9,2
II	14,717	9,3	11,491	8,1	3,226	19,3	7,908	9,1	6,809	9,5
III	15,225	9,6	11,923	8,4	3,302	20,0	8,232	9,5	6,992	9,8
IV	15,674	9,9	12,208	8,7	3,466	20,8	8,515	9,9	7,160	10,0
2009 Jul	15,052	9,5	11,795	8,3	3,257	19,7	8,120	9,4	6,932	9,7
Ago	15,192	9,6	11,900	8,4	3,292	19,9	8,200	9,5	6,992	9,8
Sep	15,430	9,8	12,074	8,5	3,356	20,2	8,377	9,7	7,053	9,8
Oct	15,583	9,9	12,145	8,6	3,438	20,7	8,449	9,8	7,134	10,0
Nov	15,676	9,9	12,206	8,7	3,470	20,9	8,528	9,9	7,149	10,0
Dic	15,763	10,0	12,274	8,7	3,489	21,0	8,567	10,0	7,196	10,1

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2009.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit 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	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital		Pagadas por instituciones de la UE	
														1
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 conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda 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 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2003 III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,0	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,7	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,3	48,7	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,8	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,6
2008 I	42,2	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,3	0,2	38,7
II	45,1	44,7	12,8	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,7	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,0	0,5	0,3	43,6
2009 I	42,3	42,1	10,5	12,5	15,5	1,8	1,0	0,2	0,2	38,7
II	44,6	44,0	11,7	12,5	15,6	2,0	1,5	0,6	0,5	40,2
III	42,5	42,2	10,7	12,4	15,6	2,0	0,8	0,3	0,3	39,0

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Beneficios sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9			Transf. de capital 11
2003 III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
IV	51,0	46,2	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,1
IV	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,3	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
II	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,3
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,3
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,3	41,2	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,8	1,2	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,0
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,8	-0,6	2,2
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	2,9	24,7	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,5
II	45,3	41,9	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	1,1	3,4	2,3	1,1	-0,2	3,0
III	45,4	41,9	9,7	4,8	3,0	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,1	-2,3	0,7
IV	51,7	46,7	11,0	6,0	2,8	26,9	23,0	1,4	5,1	3,4	1,7	-3,0	-0,2
2009 I	48,3	44,9	10,5	5,2	2,9	26,2	22,4	1,3	3,4	2,1	1,2	-6,0	-3,1
II	49,8	46,0	10,9	5,5	3,1	26,5	23,0	1,3	3,9	2,7	1,2	-5,3	-2,1
III	48,8	45,1	10,3	5,2	2,7	26,9	23,3	1,4	3,7	2,6	1,1	-6,3	-3,5

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero ¹⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2006 IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,6	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,9	2,1	11,1	5,0	48,7
II	67,2	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4
2009 I	72,7	2,3	11,0	7,9	51,6
II	75,9	2,4	11,5	8,4	53,6
III	77,6	2,3	11,6	9,2	54,5

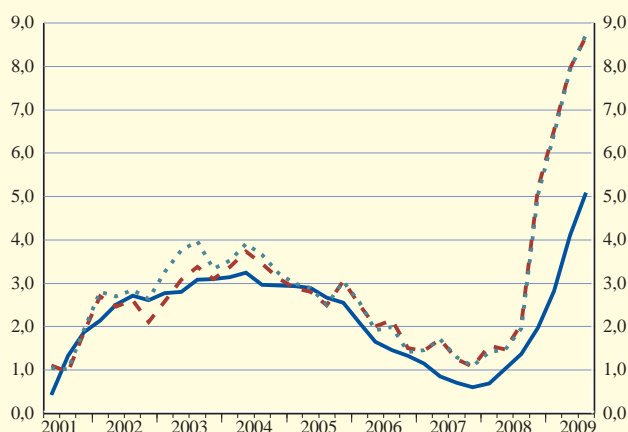
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2006 IV	-2,9	-1,0	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,5	-2,1	2,3	2,0	1,0	0,0	0,6	0,2	-0,7	1,1	5,2
II	4,2	1,2	5,3	5,0	4,1	0,0	0,6	0,4	0,6	-0,3	3,5
III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	0,1	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,7
IV	-3,4	-0,6	-4,0	-2,9	-1,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,4
2008 I	6,3	-2,5	3,8	3,1	1,9	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,7	6,3
II	3,7	-0,2	3,5	3,4	1,8	0,3	1,1	0,1	0,0	0,0	3,7
III	1,9	-2,3	-0,4	-0,9	-1,6	0,0	0,1	0,6	0,5	0,0	1,4
IV	8,8	-3,0	5,9	6,5	1,1	2,6	0,8	2,0	0,1	-0,7	8,7
2009 I	11,9	-6,0	5,9	5,4	4,9	-0,1	-0,2	0,9	-0,3	0,7	12,2
II	9,4	-5,3	4,1	3,5	1,9	-0,7	1,0	1,3	-0,2	0,8	9,6
III	4,7	-6,3	-1,6	-2,9	-3,2	0,8	-0,1	-0,4	0,2	1,1	4,5

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

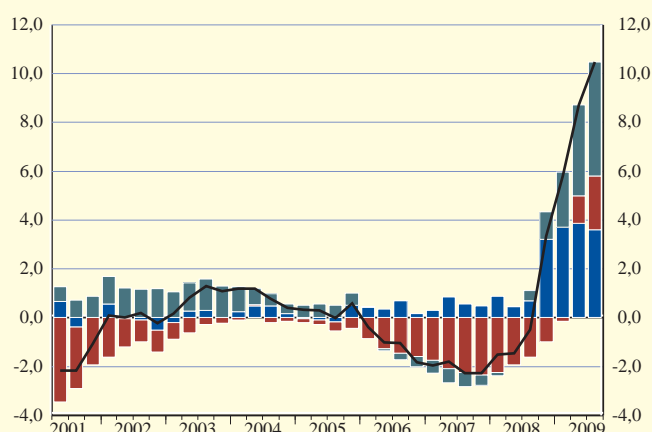
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Crecimiento/diferencial de tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

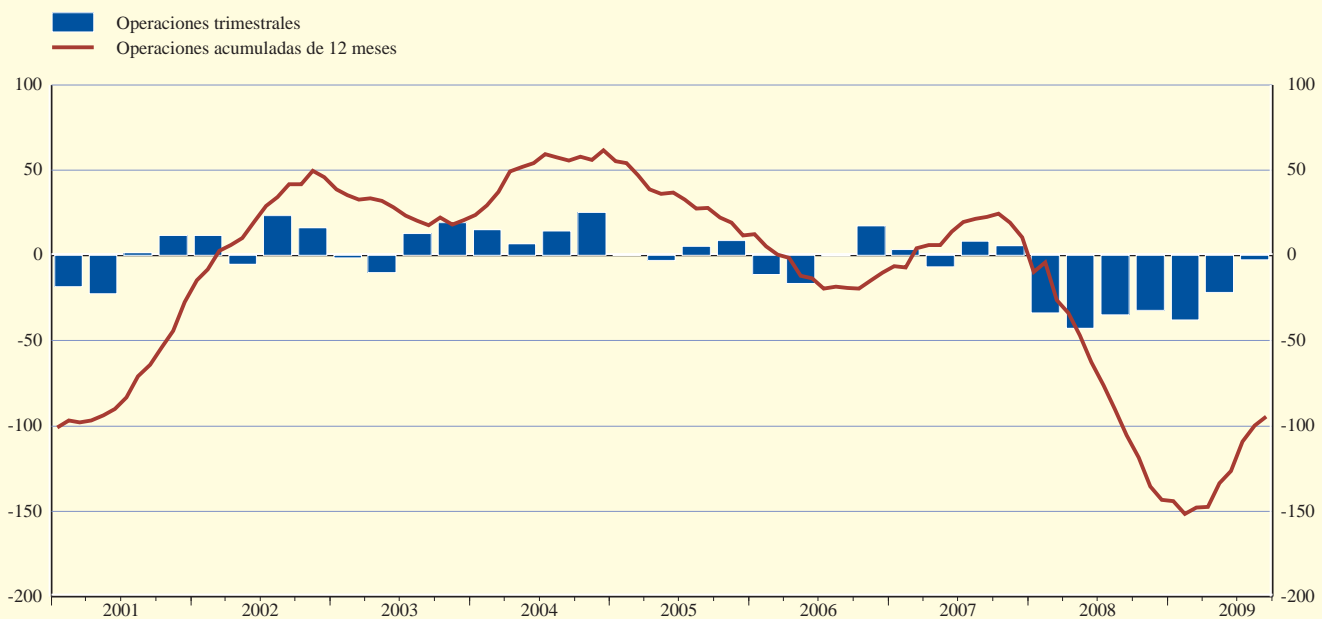
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(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 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	-21,7	13,1	7,3	-25,1	-16,9	2,2	-19,5	13,9	-4,3	82,8	18,8	-81,0	-2,4	5,5
III	-2,7	13,3	12,8	-5,8	-22,9	1,5	-1,2	14,0	-24,3	83,4	-4,2	-41,3	0,3	-12,8
2008 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	-10,8	4,1	1,7	-7,9	-8,7	1,7	-9,1	12,4	6,6	-0,6	9,1	-2,9	0,1	-3,3
May	-13,7	2,2	3,0	-12,2	-6,7	0,3	-13,5	13,0	10,9	37,9	9,2	-42,8	-2,2	0,5
Jun	2,9	6,9	2,6	-5,0	-1,6	0,3	3,2	-11,5	-21,8	45,5	0,6	-35,3	-0,4	8,4
Jul	9,1	13,6	5,1	-2,6	-7,0	0,9	10,1	-13,0	0,9	-22,9	6,5	6,2	-3,7	3,0
Ago	-6,0	-1,8	3,9	0,2	-8,3	0,6	-5,4	-6,0	4,8	26,5	-9,3	-28,7	0,8	11,3
Sep	-5,9	1,4	3,8	-3,4	-7,7	0,0	-5,9	33,0	-29,9	79,8	-1,4	-18,9	3,3	-27,1
Oct	-3,9	6,2	4,0	0,5	-14,6	0,3	-3,6	4,5	-2,0	17,1	0,9	-11,0	-0,6	-0,8
Nov	0,1	6,8	1,8	-1,3	-7,2	1,2	1,3	-0,6	-0,3	-14,9	-0,7	14,9	0,3	-0,6
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2009 Nov	-71,8	31,3	30,1	-37,7	-95,6	6,5	-65,3	103,6	-92,5	299,6	6,0	-120,6	11,2	-38,2

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; operaciones)

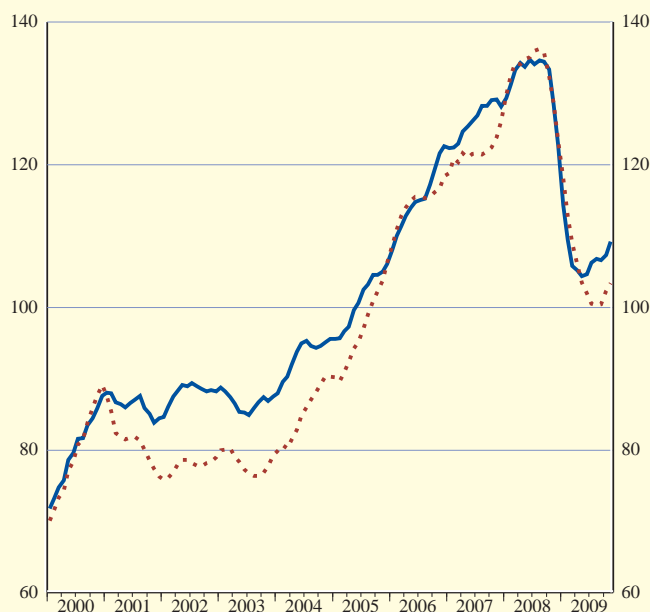
1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes				Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	11	12	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 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	559,5	581,1	-21,7	312,1	299,0	113,2	106,0	113,1	138,2	21,1	1,5	38,0	5,4	5,0	2,8
III	559,8	562,5	-2,7	322,9	309,7	124,0	111,2	98,3	104,1	14,6	1,6	37,6	5,5	3,8	2,3
2009 Sep	190,3	196,2	-5,9	111,4	109,9	40,6	36,8	33,2	36,6	5,1	.	12,8	.	0,8	0,8
Oct	194,8	198,7	-3,9	117,6	111,4	40,2	36,2	33,0	32,5	4,0	.	18,6	.	1,1	0,8
Nov	191,8	191,7	0,1	115,5	108,8	36,5	34,6	32,1	33,4	7,7	.	14,9	.	2,0	0,9
Datos desestacionalizados															
2008 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	564,1	578,3	-14,1	314,0	305,7	115,0	109,5	111,8	117,8	23,4	.	45,2	.	.	.
III	555,6	559,9	-4,2	319,8	301,3	114,4	105,7	100,0	110,7	21,4	.	42,2	.	.	.
2009 Jun	188,6	190,8	-2,2	106,2	101,7	37,0	36,3	36,5	38,3	8,9	.	14,6	.	.	.
Jul	187,9	184,2	3,7	108,7	98,3	38,5	34,8	33,9	37,6	6,8	.	13,5	.	.	.
Ago	184,5	186,5	-2,0	105,4	100,7	37,8	34,8	34,1	36,4	7,1	.	14,6	.	.	.
Sep	183,2	189,1	-5,9	105,7	102,3	38,1	36,1	32,0	36,7	7,5	.	14,1	.	.	.
Oct	188,4	193,0	-4,6	110,9	103,8	38,5	34,8	33,3	35,4	5,6	.	19,0	.	.	.
Nov	192,0	191,9	0,1	111,1	104,1	38,3	36,0	32,7	36,0	10,0	.	15,8	.	.	.

C31 Bienes

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

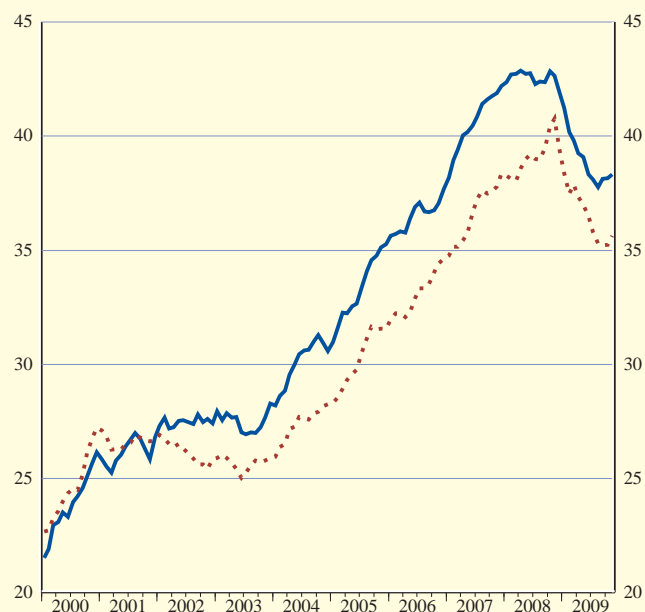
— Exportaciones (ingresos)
..... Importaciones (pagos)



C32 Servicios

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)

— Exportaciones (ingresos)
..... Importaciones (pagos)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas

(operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores dist. de acc.			Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4
2008 III	4,6	3,1	133,5	147,8	39,0	10,7	37,7	20,3	7,1	6,2	10,2	23,2	32,1	31,0	45,1	49,8
IV	4,9	2,7	134,7	148,6	38,4	2,9	38,4	12,8	8,7	6,4	8,3	20,2	30,8	33,6	48,4	50,0
2009 I	4,7	2,0	114,1	119,1	37,9	12,1	28,4	17,2	5,5	5,9	6,5	13,0	25,8	36,3	38,3	35,6
II	4,6	2,6	108,4	135,6	35,2	4,4	27,5	5,3	5,9	6,1	8,7	36,6	24,2	35,6	34,4	29,6
III	4,6	3,0	93,7	101,1	31,3	9,5	27,7	11,9	4,4	4,7	6,6	13,4	24,7	33,9	26,7	21,4

3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
IV 2008 a III 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.354,4	833,8	49,3	68,5	417,2	238,8	60,0	34,4	31,3	82,6	27,8	48,8	75,7	171,6	331,1	717,4
Bienes	1.322,3	441,1	29,4	41,9	188,7	181,0	0,1	18,7	16,1	65,2	20,6	29,7	55,1	84,8	160,1	430,9
Servicios	474,0	158,1	11,3	12,4	101,7	27,4	5,3	7,0	6,5	13,5	5,6	10,3	12,7	47,9	72,7	139,7
Renta	469,7	170,3	7,9	12,7	115,1	27,4	7,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	32,3	92,7	136,9
Rentas de la inversión	450,9	163,8	7,8	12,6	113,4	26,7	3,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	25,3	90,9	133,6
Transferencias corrientes	88,4	64,3	0,7	1,4	11,7	3,0	47,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	6,6	5,6	9,9
Cuenta de capital	18,2	15,5	0,0	0,0	1,0	0,1	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	1,6	
Pagos																
Cuenta corriente	2.448,9	781,7	42,5	70,8	361,0	208,1	99,3	-	26,0	-	-	87,6	-	161,8	349,5	-
Bienes	1.305,5	367,8	27,3	39,1	142,2	159,3	0,0	22,2	11,2	162,3	18,5	44,3	78,8	74,4	127,2	398,7
Servicios	446,4	137,3	7,6	11,0	85,4	33,0	0,2	5,4	5,8	10,6	4,5	7,7	7,7	38,0	96,9	132,5
Renta	514,7	166,7	6,7	19,6	121,8	11,3	7,3	-	7,3	-	-	35,1	-	43,5	119,6	-
Rentas de la inversión	504,3	160,6	6,6	19,5	120,3	6,9	7,2	-	7,2	-	-	35,0	-	43,0	118,8	-
Transferencias corrientes	182,4	110,0	0,9	1,1	11,6	4,5	91,9	1,4	1,7	2,8	0,7	0,5	0,5	5,8	5,7	53,1
Cuenta de capital	11,4	2,3	0,0	0,1	1,0	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	7,1
Neto																
Cuenta corriente	-94,6	52,0	6,9	-2,3	56,2	30,7	-39,3	-	5,2	-	-	-38,8	-	9,9	-18,5	-
Bienes	16,7	73,3	2,1	2,9	46,5	21,7	0,1	-3,5	4,9	-97,1	2,1	-14,6	-23,7	10,5	32,8	32,2
Servicios	27,6	20,8	3,7	1,4	16,3	-5,7	5,1	1,6	0,7	2,8	1,1	2,6	5,0	9,9	-24,2	7,2
Renta	-44,9	3,6	1,2	-6,9	-6,8	16,1	-0,1	-	0,6	-	-	-26,6	-	-11,3	-27,0	-
Rentas de la inversión	-53,4	3,2	1,2	-7,0	-6,8	19,8	-4,0	-	0,7	-	-	-26,5	-	-17,7	-27,9	-
Transferencias corrientes	-93,9	-45,6	-0,1	0,3	0,1	-1,5	-44,4	-1,2	-1,0	-2,6	-0,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,1	-43,3
Cuenta de capital	6,8	13,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	13,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-5,4

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones y otros flujos durante el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total 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	141,8	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	156,6	-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	143,7	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 II	13.314,9	14.831,4	-1.516,5	146,6	163,3	-16,7	4.011,7	3.296,7	3.896,2	6.299,9	-58,2	5.083,7	5.234,7	381,5
2009 III	13.412,7	14.971,0	-1.558,2	148,9	166,2	-17,3	4.063,9	3.356,6	4.052,1	6.611,2	-60,5	4.926,4	5.003,1	430,9
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 II	204,5	68,1	136,3	9,2	3,1	6,1	174,1	59,0	257,8	284,3	-7,5	-205,7	-275,1	-14,2
2009 III	97,8	139,6	-41,8	4,4	6,3	-1,9	52,2	59,9	155,9	311,3	-2,3	-157,3	-231,6	49,4
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	21,5	0,0	481,2	408,3	436,7	587,9	64,6	953,4	943,4	5,1
2008	480,6	644,5	-163,9	5,2	7,0	-1,8	326,5	137,5	-9,0	341,5	65,7	93,4	165,5	3,9
2009 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
2009 II	-2,1	11,8	-13,9	-0,1	0,5	-0,6	97,5	93,2	62,2	145,0	-18,8	-145,4	-226,4	2,4
2009 III	-9,9	4,1	-14,0	-0,4	0,2	-0,6	59,2	35,0	42,0	125,3	4,2	-115,0	-156,3	-0,3
2009 Jul	-20,3	-33,3	13,0	.	.	.	14,1	14,9	21,0	-2,0	-6,5	-52,5	-46,3	3,7
2009 Ago	31,0	25,0	6,0	.	.	.	15,0	19,8	45,8	72,3	9,3	-38,3	-67,0	-0,8
2009 Sep	-20,6	12,4	-33,0	.	.	.	30,2	0,3	-24,8	55,1	1,4	-24,1	-42,9	-3,3
2009 Oct	87,5	91,9	-4,5	.	.	.	27,9	26,0	15,7	32,8	-0,9	44,1	33,1	0,6
2009 Nov	29,6	28,9	0,6	.	.	.	9,7	9,3	11,0	-3,9	0,7	8,5	23,5	-0,3
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														
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,4	-	.	.	.	15,3	14,9	10,0	9,8	.	21,0	20,0	1,6
2008	3,4	4,3	-	.	.	.	9,2	4,4	-0,5	5,4	.	1,7	3,1	1,1
2009 I	-2,3	-0,8	-	.	.	.	7,7	2,8	-4,4	3,8	.	-7,8	-7,5	-1,8
2009 II	-2,9	-1,5	-	.	.	.	9,4	6,1	-5,6	3,9	.	-9,0	-11,2	-1,2
2009 III	-3,9	-2,8	-	.	.	.	8,2	4,8	-3,0	5,2	.	-12,6	-15,0	-0,9

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

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

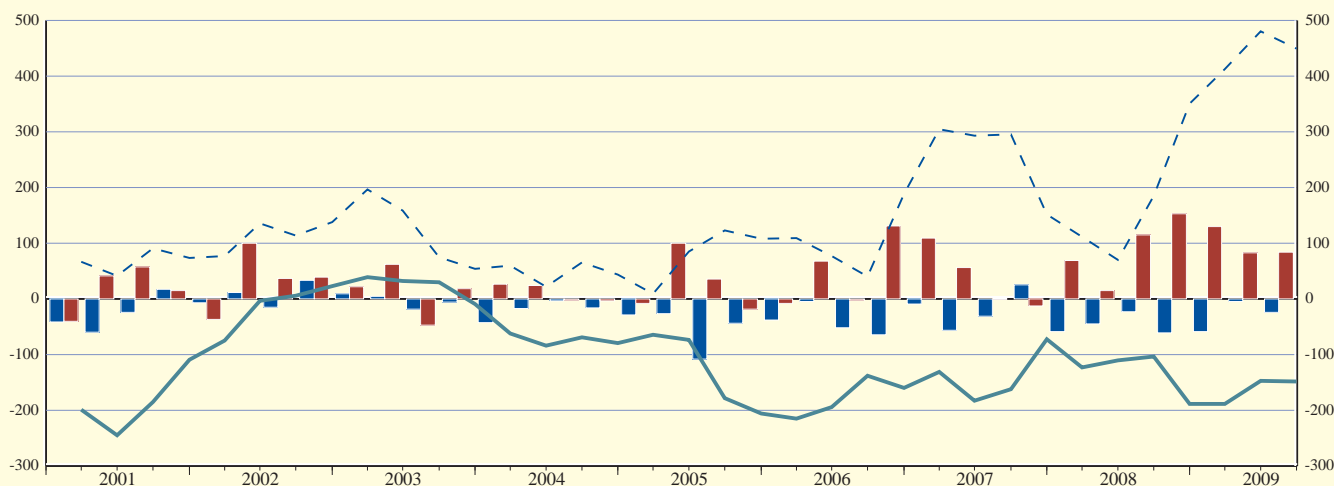
2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 II	4.011,7	3.147,3	265,1	2.882,2	864,4	10,4	854,0	3.296,7	2.478,5	70,7	2.407,8	818,3	16,6	801,6
2009 III	4.063,9	3.177,5	262,8	2.914,7	886,4	10,4	876,1	3.356,6	2.537,7	74,5	2.463,2	819,0	15,3	803,6
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
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
2009 II	97,5	78,2	8,9	69,3	19,3	0,6	18,7	93,2	76,7	1,3	75,3	16,5	0,4	16,1
2009 III	59,2	32,4	0,3	32,1	26,8	0,2	26,6	35,0	36,7	2,4	34,3	-1,7	-1,1	-0,6
2009 Jul	14,1	6,3	2,4	3,8	7,8	-0,1	7,9	14,9	14,6	1,1	13,6	0,3	-0,4	0,7
2009 Ago	15,0	10,9	1,6	9,3	4,2	0,3	3,9	19,8	15,7	0,4	15,3	4,1	-0,6	4,6
2009 Sep	30,2	15,3	-3,7	19,0	14,9	0,0	14,9	0,3	6,4	0,9	5,5	-6,1	-0,1	-6,0
2009 Oct	27,9	24,3	-0,6	24,9	3,6	0,3	3,3	26,0	16,6	0,3	16,3	9,4	0,1	9,3
2009 Nov	9,7	9,7	0,6	9,1	0,0	0,2	-0,2	9,3	7,9	0,5	7,5	1,4	-0,1	1,4
Tasas de crecimiento														
2007	15,3	14,6	11,3	14,9	18,5	-55,0	18,7	14,9	14,8	8,3	15,0	15,3	6,3	15,5
2008	9,2	6,9	0,8	7,5	18,8	-1,6	19,1	4,4	3,8	-1,4	4,0	6,4	9,9	6,3
2009 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
2009 II	9,4	8,0	7,6	8,0	14,8	5,7	14,8	6,1	7,7	4,6	7,8	1,6	4,9	1,5
2009 III	8,2	6,6	11,9	6,1	14,2	14,0	14,2	4,8	7,5	6,9	7,5	-2,7	-4,3	-2,7

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- - - Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario						
			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 II	3.896,2	1.216,2	66,4	3,0	1.149,8	29,2	2.251,1	929,3	17,3	1.321,8	38,7	429,0	351,3	55,3	77,7	1,5
2009 III	4.052,1	1.361,9	74,6	3,1	1.287,3	31,4	2.269,9	927,4	16,8	1.342,6	37,7	420,2	341,8	45,0	78,4	1,4
Operaciones																
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
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
2009 II	62,2	9,3	-0,3	0,0	9,5	0,3	32,9	-33,7	0,1	66,6	20,8	20,1	12,5	-1,8	7,5	-0,3
2009 III	42,0	36,7	3,4	0,0	33,3	-0,4	27,4	-7,0	-0,5	34,4	-2,0	-22,2	-10,3	-11,8	-11,9	-0,2
2009 Jul	21,0	16,3	2,0	0,0	14,3	.	12,8	-8,6	0,7	21,5	.	-8,2	-8,1	-1,7	-0,1	.
2009 Ago	45,8	12,3	0,9	0,0	11,3	.	37,3	14,3	0,0	23,0	.	-3,8	-3,0	-5,7	-0,8	.
2009 Sep	-24,8	8,1	0,5	0,0	7,6	.	-22,7	-12,7	-1,1	-10,0	.	-10,2	0,8	-4,3	-11,0	.
2009 Oct	15,7	8,0	1,8	0,0	6,2	.	4,2	-3,9	0,6	8,1	.	3,5	2,3	3,3	1,1	.
2009 Nov	11,0	9,1	-0,8	-0,2	9,9	.	19,9	2,8	0,3	17,1	.	-17,9	-16,9	1,6	-1,0	.
Tasas de crecimiento																
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4
2008	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8
2009 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
2009 II	-5,6	-8,5	-15,3	14,9	-8,1	-0,9	-3,0	-10,3	-12,8	2,9	110,0	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2
2009 III	-3,0	-3,1	-8,5	12,4	-2,8	-3,5	-2,5	-10,6	-18,6	4,0	89,3	-6,9	0,0	-30,8	-32,5	49,3

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	Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1	
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9	
2009 II	6.299,9	2.282,7	679,0	1.603,7	3.511,9	1.197,2	2.314,7	1.425,6	505,3	79,2	426,1	359,3	
2009 III	6.611,2	2.528,8	713,7	1.815,1	3.523,8	1.179,0	2.344,8	1.448,9	558,6	78,2	480,4	421,7	
Operaciones													
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	
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	
2009 II	145,0	47,8	3,4	44,4	44,6	-2,2	46,8	56,8	52,6	-2,6	55,2	54,1	
2009 III	125,3	78,6	12,3	66,3	-12,9	-7,6	-5,3	-5,9	59,6	13,9	45,7	60,5	
2009 Jul	-2,0	39,3	6,3	33,0	-61,7	-3,5	-58,2	.	20,4	-6,4	26,8	.	
2009 Ago	72,3	57,5	11,4	46,1	4,2	9,1	-4,8	.	10,5	-0,2	10,7	.	
2009 Sep	55,1	-18,1	-5,4	-12,8	44,5	-13,2	57,7	.	28,6	20,5	8,2	.	
2009 Oct	32,8	-26,1	-0,5	-25,6	37,0	12,5	24,5	.	21,9	2,3	19,7	.	
2009 Nov	-3,9	-0,4	-2,4	2,0	9,7	-4,3	14,0	.	-13,2	1,9	-15,1	.	
Tasas de crecimiento													
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2	
2008	5,4	-5,4	16,0	-10,5	8,3	2,8	11,5	17,8	88,3	-2,0	202,0	246,5	
2009 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	
2009 II	3,9	-7,1	-0,4	-9,0	4,8	-4,6	10,4	17,7	99,3	-20,1	233,3	300,3	
2009 III	5,2	-0,6	4,2	-1,9	2,8	-5,3	7,5	12,0	67,6	-5,9	113,9	177,6	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
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	5.083,7	27,9	27,7	0,3	2.966,4	2.930,5	35,9	103,2	12,1	42,0	11,2	1.986,1	188,9	1.559,3	414,1
2009 III	4.926,4	22,8	22,5	0,3	2.823,3	2.790,0	33,2	109,1	11,9	48,4	8,6	1.971,3	190,5	1.544,3	446,2
Operaciones															
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
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
2009 II	-145,4	7,0	7,0	0,0	-90,0	-76,0	-13,9	-3,8	0,0	-4,5	-5,1	-58,6	5,3	-68,0	-16,7
2009 III	-115,0	-6,6	-6,6	0,0	-83,5	-81,2	-2,3	-5,1	-0,3	-4,9	-3,9	-19,8	0,1	-15,8	26,1
2009 Jul	-52,5	-2,3	.	.	-37,3	.	.	-4,5	.	.	-4,4	-8,5	.	.	4,9
2009 Ago	-38,3	-2,5	.	.	-24,9	.	.	1,3	.	.	2,3	-12,2	.	.	14,9
2009 Sep	-24,1	-1,8	.	.	-21,3	.	.	-1,9	.	.	-1,8	1,0	.	.	6,4
2009 Oct	44,1	1,9	.	.	13,8	.	.	-0,3	.	.	-0,5	28,7	.	.	3,7
2009 Nov	8,5	0,2	.	.	16,8	.	.	3,6	.	.	1,5	-12,1	.	.	-6,2
Tasas de crecimiento															
2007	21,0	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,4	-6,4	-9,8	-12,4	-28,6	26,6	7,5	28,8	14,0
2008	1,7	-26,2	-26,9	5,0	-1,5	-2,0	21,6	-6,2	-8,9	-14,0	-44,4	8,6	1,2	6,5	-6,9
2009 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
2009 II	-9,0	-28,7	-30,3	5,6	-14,1	-14,1	-17,1	-4,9	-3,3	-13,2	-35,7	0,1	-4,8	-0,8	-3,3
2009 III	-12,6	-42,4	-43,8	6,0	-18,3	-18,4	-22,4	-2,3	-4,7	-6,6	-20,3	-2,6	-4,1	-2,7	3,3

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.468,6	201,7	201,4	0,2	3.935,1	3.872,6	62,5	52,3	0,0	46,9	5,4	1.279,5	156,9	1.009,7	112,8
2008	5.653,6	482,3	481,9	0,4	3.751,8	3.698,1	53,6	61,9	0,0	58,0	3,9	1.357,6	170,2	1.069,6	117,8
2009 I	5.234,7	313,4	308,4	5,0	3.587,6	3.551,2	36,4	58,8	0,0	55,0	3,9	1.274,9	182,3	973,2	119,4
2009 III	5.003,1	264,3	263,8	0,6	3.437,7	3.401,0	36,8	59,7	0,0	55,9	3,8	1.241,3	179,1	952,9	109,4
Operaciones															
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
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
2009 II	-226,4	-89,3	-91,1	1,8	-81,1	-69,7	-11,4	-2,4	0,0	-3,1	0,7	-53,6	4,4	-57,3	-0,7
2009 III	-156,3	-43,5	-43,7	0,3	-79,1	-79,7	0,6	1,4	0,0	1,9	-0,5	-35,1	1,3	-24,6	-11,7
2009 Jul	-46,3	-14,1	.	.	-31,0	.	.	-0,1	.	.	.	-1,1	.	.	.
2009 Ago	-67,0	-9,1	.	.	-44,6	.	.	0,3	.	.	.	-13,7	.	.	.
2009 Sep	-42,9	-20,3	.	.	-3,5	.	.	1,2	.	.	.	-20,4	.	.	.
2009 Oct	33,1	-8,3	.	.	14,7	.	.	5,9	.	.	.	20,8	.	.	.
2009 Nov	23,5	-1,3	.	.	16,4	.	.	0,9	.	.	.	7,5	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,0	79,2	79,4	-6,9	18,0	18,2	9,5	-1,9	27,4	-4,1	20,7	20,7	6,8	26,2	0,5
2008	3,1	141,3	141,4	20,8	-4,6	-4,9	17,3	18,3	-20,1	23,6	-27,9	4,3	6,6	4,5	-0,8
2009 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
2009 II	-11,2	19,1	17,3	1.123,2	-14,9	-15,1	-9,6	10,5	41,1	11,3	-1,2	-6,5	-3,5	-7,6	-1,7
2009 III	-15,0	-27,7	-29,0	916,8	-16,3	-16,4	-13,4	8,1	234,7	9,4	-11,1	-8,3	-2,8	-9,3	-8,6

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	5,9
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	5,6
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008 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	5,5
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,6	20,7	0,1	0,1	155,4	-141,4	5,6
II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	77,6	-65,6	5,4
III	430,9	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
2009 Oct	437,9	244,0	347,197	49,5	11,6	132,8	11,7	9,1	111,7	-	-	-	0,2	0,0	43,4	-36,0	50,6
Nov	464,2	271,7	347,166	49,6	10,3	132,6	11,8	8,4	112,2	-	-	-	0,2	0,0	39,5	-32,0	50,3
Dic	462,4	266,0	347,163	51,1	9,7	135,5	12,3	8,1	115,2	-	-	-	-0,1	0,0	32,1	-24,5	51,1
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	-	-	-
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	-0,4	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-	-
III	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,1	-1,0	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-69,1	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 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	-6,4	106,0	-80,7	2,1	2,6	0,0	15,5	-	-	-	-	-
III	-0,9	-0,9	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,2	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
IV 2008 a III 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	148,5	54,1	1,2	7,4	34,5	11,0	0,0	-5,0	3,7	-10,0	-21,9	34,1	66,0	0,0	27,5
En el exterior	303,6	105,7	1,6	19,3	78,9	5,8	0,0	3,3	4,0	-1,3	-0,4	83,4	61,5	0,0	47,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	192,9	56,8	1,3	9,5	43,7	2,3	0,0	3,5	2,4	0,7	3,7	42,5	48,7	0,0	34,6
Otro capital	110,7	48,9	0,3	9,8	35,2	3,5	0,0	-0,2	1,6	-2,0	-4,1	41,0	12,8	0,0	12,8
En la zona del euro	155,1	51,5	0,4	11,9	44,4	-5,2	0,0	8,3	0,3	8,7	21,5	49,3	-4,5	0,0	19,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	177,6	52,6	0,5	12,4	37,6	2,0	0,0	8,5	0,2	2,8	13,0	63,6	8,7	0,0	28,3
Otro capital	-22,5	-1,0	-0,1	-0,5	6,8	-7,3	0,0	-0,1	0,1	5,9	8,5	-14,3	-13,2	0,0	-8,4
Inversiones de cartera: Activos	-133,1	41,0	5,7	11,6	7,6	-4,8	20,9	4,6	4,2	-47,0	8,2	-41,3	-113,4	-2,5	13,1
Acc. y participaciones	-46,2	-1,4	0,4	1,2	-2,4	-0,6	0,0	3,8	5,7	-5,7	6,6	-13,0	-49,3	0,0	7,1
Valores distintos de acciones	-86,9	42,4	5,3	10,3	10,1	-4,2	20,9	0,8	-1,5	-41,3	1,6	-28,3	-64,1	-2,5	6,0
Bonos y obligaciones	-58,5	49,8	4,8	16,2	15,4	-4,1	17,5	-2,9	-0,8	-28,5	0,3	-28,2	-48,8	-2,9	3,6
Instrum. mercado monetario	-28,4	-7,3	0,5	-5,9	-5,3	-0,1	3,5	3,7	-0,7	-12,8	1,3	-0,1	-15,3	0,4	2,4
Otras inversiones	174,1	-220,9	1,5	-9,4	-221,7	18,8	-10,1	-3,1	5,4	68,7	85,1	49,9	82,1	18,9	88,1
Activos	-722,3	-332,5	-15,8	-13,7	-319,6	15,1	1,5	-0,8	-10,3	-9,4	-53,8	-188,1	-43,1	-4,9	-79,4
AAPP	-2,3	-2,4	-0,3	-0,1	-2,0	-0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	1,3	-1,2
IFM	-664,4	-326,2	-14,9	-13,4	-312,9	14,5	0,6	-1,3	-12,5	-7,2	-50,2	-108,3	-47,3	-6,1	-105,3
Otros sectores	-55,5	-3,9	-0,6	-0,1	-4,7	0,9	0,7	0,5	2,2	-2,2	-3,6	-79,9	4,2	0,0	27,2
Pasivos	-896,4	-111,6	-17,4	-4,3	-97,9	-3,7	11,7	2,3	-15,8	-78,0	-138,9	-238,0	-125,2	-23,8	-167,4
AAPP	4,3	2,2	0,0	-0,2	0,3	0,0	2,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	2,2	-0,2
IFM	-787,5	-95,6	-16,6	-1,4	-78,1	-0,6	1,2	1,1	-15,4	-79,6	-139,5	-142,6	-128,8	-25,9	-161,0
Otros sectores	-113,2	-18,2	-0,8	-2,6	-20,2	-3,1	8,4	1,2	-0,3	1,7	0,6	-95,6	3,7	-0,1	-6,2

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

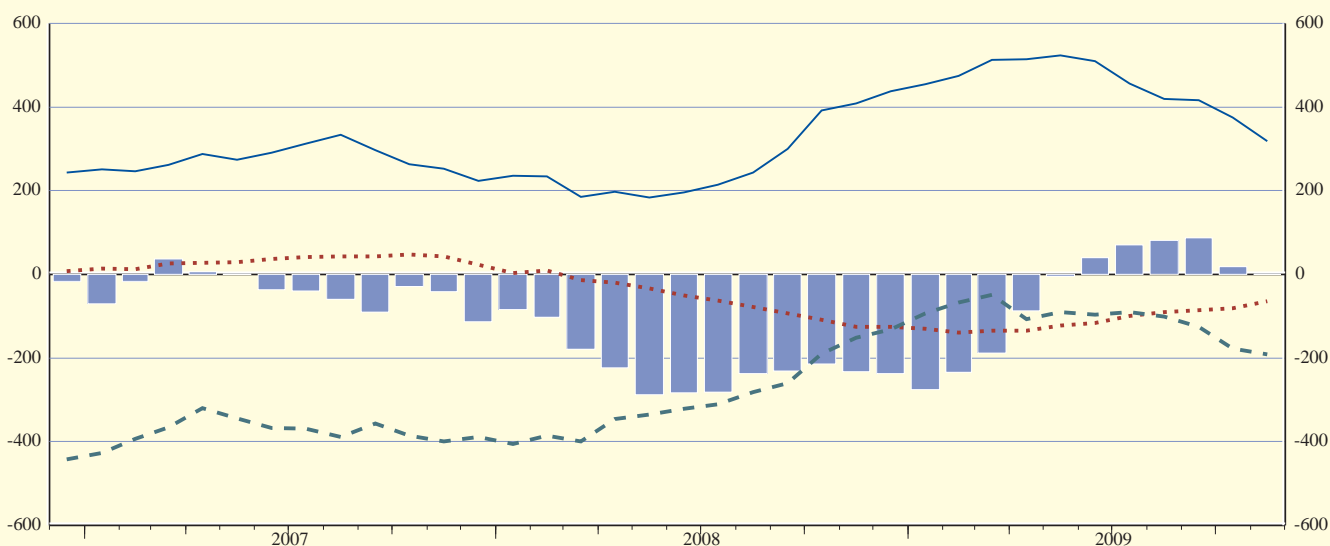
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM											Errores y omisiones
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no IFM								Derivados financieros	
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	-17,6	8,0	-391,6	256,4	-136,2	-135,5	151,6	243,3	-256,5	229,9	-0,3	13,3
2007	-112,5	22,8	-457,6	401,0	-38,3	-160,9	134,4	223,0	-384,8	226,8	-64,8	-14,1
2008	-237,6	-126,2	-325,0	136,6	63,8	-21,6	-218,5	438,0	-153,7	66,4	-65,6	-31,7
2008 III	-48,1	-31,2	-107,4	72,5	43,3	-16,1	-74,3	134,1	-27,3	-8,1	-8,3	-25,3
2008 IV	52,7	-28,9	-48,9	-14,7	50,0	73,2	-111,9	140,8	-18,1	34,8	-13,2	-10,4
2009 I	-41,7	-36,6	-78,8	40,0	32,4	5,6	-46,8	132,4	-11,8	-53,5	-5,3	-19,1
2009 II	77,4	-19,5	-88,0	91,4	-9,5	-74,2	44,4	102,0	62,5	-56,0	18,8	5,5
2009 III	-1,2	-1,2	-58,7	33,7	-33,3	-22,5	66,3	40,4	24,8	-33,7	-4,2	-12,8
2008 Nov	10,5	-15,4	-35,0	-18,5	6,4	10,0	-8,6	55,5	12,2	9,3	-10,4	4,9
2008 Dic	-22,5	-5,1	-8,0	2,8	8,3	23,6	-37,2	-0,3	28,9	-20,9	-3,4	-11,2
2009 Ene	-74,5	-23,8	-21,1	9,3	2,4	-5,6	-35,1	51,6	-3,7	-43,7	3,4	-8,0
2009 Feb	31,0	-4,9	-19,5	12,4	18,8	0,8	3,4	38,1	6,8	-17,3	-1,3	-6,3
2009 Mar	1,8	-7,9	-38,2	18,3	11,3	10,4	-15,2	42,7	-15,0	7,6	-7,3	-4,9
2009 Abr	21,4	-9,1	-59,8	73,2	5,2	-48,3	-24,1	48,9	-11,5	41,0	9,1	-3,3
2009 May	5,2	-13,5	-11,3	20,9	-1,9	-33,2	28,6	30,3	86,6	-110,8	9,2	0,5
2009 Jun	50,8	3,2	-16,9	-2,6	-12,9	7,4	39,9	22,7	-12,6	13,8	0,6	8,4
2009 Jul	-0,1	10,1	-11,7	14,3	-14,3	-21,4	33,0	-31,3	13,0	-1,2	6,5	3,0
2009 Ago	19,4	-5,4	-13,2	19,9	-11,3	-22,2	46,1	5,9	10,9	-13,3	-9,3	11,3
2009 Sep	-20,4	-5,9	-33,9	-0,5	-7,6	21,0	-12,8	65,9	0,9	-19,2	-1,4	-27,1
2009 Oct	-4,7	-3,6	-28,2	25,6	-6,2	-9,2	-25,6	44,2	-28,4	26,7	0,9	-0,8
2009 Nov	-8,1	1,3	-8,8	8,9	-9,9	-16,1	2,0	-1,0	8,5	8,4	-0,7	-0,6
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>												
2009 Nov	-0,7	-64,7	-270,6	202,4	-18,1	-92,9	3,1	317,7	84,4	-129,1	6,2	-39,1

C34 Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de las no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de las no IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)						
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	8		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2007	11,0	8,4	1.507,7	739,4	326,6	401,5	1.282,6	1.491,7	914,1	234,4	323,1	1.019,7	227,5	
2008	3,6	8,1	1.558,6	767,5	337,3	412,4	1.300,6	1.601,8	1.020,3	233,0	333,0	1.019,1	293,7	
2008 IV	-5,0	-2,1	365,3	174,0	81,9	95,8	302,0	372,7	228,9	56,4	81,8	238,1	55,4	
2009 I	-20,9	-20,7	311,4	149,2	65,4	86,4	258,9	321,7	181,1	49,4	78,6	214,8	35,6	
II	-23,2	-27,2	310,4	150,6	63,4	85,0	254,5	306,9	170,2	47,5	76,3	202,9	41,4	
III	-19,4	-25,8	320,9	154,3	64,5	87,3	261,3	309,6	177,2	47,3	77,7	202,1	48,4	
2009 Jun	-20,7	-26,4	103,7	50,2	21,1	28,5	83,4	102,0	56,9	15,7	25,5	66,6	14,7	
Jul	-18,1	-28,9	108,4	52,5	22,6	29,6	89,6	102,8	57,9	15,7	25,8	67,4	15,8	
Ago	-21,2	-25,7	103,9	49,3	20,1	28,6	83,9	102,0	58,4	15,6	25,7	66,6	16,2	
Sep	-19,3	-22,8	108,6	52,4	21,9	29,0	87,8	104,8	61,0	16,1	26,2	68,2	16,4	
Oct	-17,1	-22,4	108,5	52,5	22,0	29,0	89,3	103,8	60,3	15,1	25,5	67,1	16,1	
Nov	-5,8	-14,7	108,0	.	.	.	88,8	104,1	.	.	.	66,3	.	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2007	8,6	6,8	144,4	141,3	153,2	144,6	142,1	129,1	123,2	143,3	141,5	134,7	107,7	
2008	1,2	0,4	146,0	141,2	157,6	146,9	142,6	128,8	122,5	143,7	143,2	133,1	108,3	
2008 IV	-7,5	-4,6	135,9	127,0	151,0	136,6	130,2	122,5	115,8	135,2	137,2	120,8	108,0	
2009 I	-20,8	-14,7	117,8	112,3	119,9	124,5	112,0	113,8	104,3	117,7	130,9	110,3	99,4	
II	-22,0	-19,3	118,8	115,4	117,1	122,6	111,7	109,5	98,0	114,1	130,8	106,7	97,2	
III	-17,5	-14,7	122,0	117,4	118,6	125,0	114,5	109,8	100,3	117,2	132,8	107,4	97,2	
2009 Jun	-19,2	-16,8	118,6	115,4	116,5	122,4	109,6	108,4	97,2	113,3	130,9	105,4	93,8	
Jul	-16,2	-18,2	123,3	120,3	124,2	126,1	117,4	108,6	98,0	115,3	131,0	106,4	98,1	
Ago	-19,4	-13,7	118,9	112,9	111,0	123,4	110,5	109,5	100,1	116,9	132,2	106,8	96,8	
Sep	-17,3	-12,2	123,8	119,1	120,7	125,6	115,5	111,3	103,0	119,3	135,1	109,0	96,8	
Oct	-14,6	-12,5	124,6	120,7	122,3	125,3	118,3	112,5	103,7	114,2	134,5	109,5	97,6	
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Ind. manufac- turera		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,6	.	-2,5	.	.	.	.	.	.	.
2009 II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,5	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
III	100,9	-4,0	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
IV	100,6	-2,0	-5,0	-1,1	-0,4	.	-1,9	.	.	.	.	.	.	.
2009 Jul	100,8	-4,0	-5,7	1,3	0,5	-38,9	-3,8	101,6	-15,0	-8,1	-0,6	0,7	-39,2	-5,4
Ago	101,2	-3,6	-6,1	0,8	0,7	-30,1	-3,5	103,3	-12,2	-7,5	-1,0	-0,4	-31,4	-4,8
Sep	100,6	-4,3	-6,7	0,0	0,0	-32,7	-4,2	102,0	-11,7	-7,9	-1,3	-1,3	-30,1	-5,3
Oct	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,6	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,1	-3,1	-16,7	-4,9
Nov	100,7	-2,2	-5,4	-1,6	-0,7	10,7	-2,0	103,5	-3,5	-5,5	-2,4	-3,5	-2,2	-3,6
Dic	100,7	-0,2	-3,1	-0,7	0,4	.	0,0	.	.	.	.	.	.	.

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2007	1.507,7	34,1	55,6	230,9	216,3	68,0	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,7	137,9
2008	1.558,6	35,0	53,6	220,2	232,2	78,4	86,6	42,8	187,5	307,9	65,7	33,6	100,5	68,1	146,0
2008 II	398,0	9,1	14,3	58,0	60,7	20,2	22,2	11,4	47,4	77,6	16,8	8,5	24,9	16,9	35,5
III	397,7	9,1	14,0	55,8	60,1	21,0	21,9	10,8	46,9	76,9	16,0	8,2	26,7	17,6	36,8
IV	365,3	8,0	11,4	49,2	51,9	17,6	21,2	8,3	43,6	74,4	15,6	8,1	24,9	17,4	37,4
2009 I	311,4	7,4	10,0	42,3	43,6	12,5	20,0	7,7	39,9	65,2	15,4	7,1	23,4	12,8	26,5
II	310,4	6,4	9,6	42,4	42,2	12,1	19,3	8,3	37,7	70,4	16,8	7,1	22,8	12,4	26,8
III	320,9	6,9	10,5	44,6	45,1	12,1	19,3	9,1	35,8	71,3	17,3	7,2	22,5	14,1	29,8
2009 Jun	103,7	2,0	3,3	14,4	13,9	4,1	6,5	2,8	12,5	23,7	5,6	2,4	7,5	4,0	8,9
Jul	108,4	2,3	3,6	15,0	14,9	4,2	6,5	3,1	12,6	24,1	5,7	2,6	7,6	4,9	9,6
Ago	103,9	2,3	3,4	14,3	14,8	3,8	6,3	3,0	11,4	23,4	5,7	2,2	7,4	4,4	9,5
Sep	108,6	2,3	3,5	15,3	15,4	4,1	6,4	3,0	11,9	23,8	5,8	2,4	7,5	4,7	10,6
Oct	108,5	2,2	3,6	14,9	15,4	4,1	6,5	3,0	12,6	24,0	6,0	2,4	7,5	4,6	10,1
Nov	108,0	.	.	.	.	4,2	6,7	3,1	12,6	24,5	6,2	2,4	7,7	4,9	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2008	100,0	2,2	3,4	14,1	14,9	5,0	5,6	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,5	4,4	9,4
Importaciones (c.i.f.)															
2007	1.491,7	28,8	52,3	169,5	169,5	102,2	67,2	32,4	131,7	455,6	172,7	59,1	113,4	75,3	93,8
2008	1.601,8	30,6	52,2	164,2	184,3	122,0	69,9	32,4	137,7	481,4	184,3	56,9	141,0	81,7	104,3
2008 II	410,6	8,0	13,6	42,6	47,7	32,3	17,6	8,6	33,8	121,9	45,2	14,7	37,4	20,4	26,6
III	413,8	7,9	13,3	41,7	47,4	34,3	17,8	8,2	35,5	124,2	48,0	14,0	38,1	21,2	24,2
IV	372,7	7,3	11,5	36,1	43,0	24,8	17,4	7,0	33,7	113,2	46,5	13,4	30,7	19,8	28,0
2009 I	321,7	6,9	9,4	31,6	39,3	17,8	16,7	6,7	33,1	98,9	42,2	11,5	23,7	14,8	22,9
II	306,9	6,3	8,9	30,4	38,5	18,1	16,1	6,3	28,4	92,8	39,8	10,4	23,1	14,3	23,8
III	309,6	6,8	9,9	31,5	40,6	21,8	16,1	6,6	27,0	92,3	38,0	10,4	22,5	14,6	20,0
2009 Jun	102,0	2,0	3,0	10,2	12,7	6,4	5,2	2,2	9,1	30,6	13,0	3,5	7,8	4,8	7,9
Jul	102,8	2,3	3,4	10,4	13,2	6,8	5,4	2,2	9,1	30,5	12,6	3,5	7,6	4,9	7,0
Ago	102,0	2,3	3,2	10,4	13,6	6,7	5,4	2,1	8,8	30,6	12,6	3,4	7,3	4,9	6,9
Sep	104,8	2,2	3,3	10,7	13,8	8,3	5,3	2,2	9,1	31,2	12,8	3,5	7,6	4,8	6,2
Oct	103,8	2,2	3,1	10,7	14,1	7,8	5,2	2,3	8,9	30,6	12,6	3,4	7,3	4,8	6,8
Nov	104,1	.	.	.	.	7,9	5,1	2,3	9,1	30,4	12,5	3,5	8,4	5,1	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,2	11,5	7,6	4,4	2,0	8,6	30,1	11,5	3,6	8,8	5,1	6,5
Saldo															
2007	16,0	5,4	3,3	61,4	46,8	-34,2	15,1	9,0	64,2	-159,7	-112,1	-24,8	-25,8	-13,6	44,1
2008	-43,1	4,4	1,5	56,0	47,9	-43,6	16,7	10,3	49,7	-173,5	-118,7	-23,3	-40,6	-13,6	41,7
2008 II	-12,6	1,1	0,7	15,3	13,0	-12,1	4,5	2,8	13,7	-44,3	-28,4	-6,2	-12,6	-3,5	8,9
III	-16,2	1,2	0,6	14,1	12,7	-13,4	4,0	2,6	11,4	-47,3	-31,9	-5,8	-11,3	-3,5	12,7
IV	-7,3	0,7	-0,1	13,1	9,0	-7,2	3,7	1,3	9,9	-38,8	-30,9	-5,4	-5,8	-2,4	9,4
2009 I	-10,4	0,5	0,6	10,7	4,3	-5,2	3,3	1,0	6,8	-33,7	-26,8	-4,4	-0,4	-2,0	3,7
II	3,5	0,1	0,7	12,0	3,7	-6,0	3,2	2,0	9,3	-22,5	-22,9	-3,3	-0,3	-1,9	3,0
III	11,3	0,1	0,6	13,1	4,5	-9,7	3,2	2,5	8,8	-21,0	-20,8	-3,2	0,0	-0,5	9,7
2009 Jun	1,7	0,0	0,3	4,2	1,2	-2,3	1,2	0,6	3,4	-6,8	-7,4	-1,0	-0,3	-0,8	1,0
Jul	5,6	0,0	0,2	4,6	1,7	-2,6	1,1	0,9	3,5	-6,5	-6,9	-0,8	0,0	0,0	2,7
Ago	1,9	0,0	0,2	3,9	1,2	-2,9	0,9	0,8	2,5	-7,2	-6,9	-1,2	0,1	-0,4	2,6
Sep	3,8	0,1	0,2	4,6	1,5	-4,2	1,1	0,8	2,7	-7,4	-7,0	-1,1	-0,1	-0,1	4,4
Oct	4,7	0,0	0,5	4,2	1,3	-3,8	1,3	0,7	3,7	-6,6	-6,5	-1,0	0,3	-0,2	3,3
Nov	3,9	.	.	.	.	-3,6	1,6	0,8	3,5	-6,0	-6,2	-1,1	-0,7	-0,1	.

Fuente: Eurostat.

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
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	107,0	100,6	113,0	104,2
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,3	118,0	107,1
2009	111,7	110,6	106,0	.	.	.	120,6	107,9
2008 IV	107,0	106,5	103,1	102,4	111,5	101,3	115,2	104,0
2009 I	109,9	109,2	104,8	104,9	118,0	105,2	119,0	107,0
II	111,1	110,2	105,4	106,3	121,2	106,5	119,8	107,5
III	112,1	110,9	106,2	107,4	118,5	106,6	121,0	108,1
IV	113,8	112,2	107,4	.	.	.	122,5	108,9
2009 Ene	109,8	109,2	105,0	-	-	-	118,6	106,9
Feb	108,7	108,0	103,6	-	-	-	117,7	106,0
Mar	111,1	110,3	105,6	-	-	-	120,4	108,1
Abr	110,3	109,5	104,7	-	-	-	119,1	106,9
May	110,8	109,9	105,3	-	-	-	119,5	107,2
Jun	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,3
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,8
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,9
Sep	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,8
Oct	114,3	112,9	108,2	-	-	-	123,0	109,5
Nov	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,3
Dic	113,0	111,3	106,4	-	-	-	121,7	108,0
2010 Ene	110,8	109,1	104,2	-	-	-	119,1	105,6
	% variación sobre el mes anterior							
2010 Ene	-1,9	-2,0	-2,1	-	-	-	-2,1	-2,2
	% variación sobre el año anterior							
2010 Ene	0,9	0,0	-0,8	-	-	-	0,4	-1,2

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

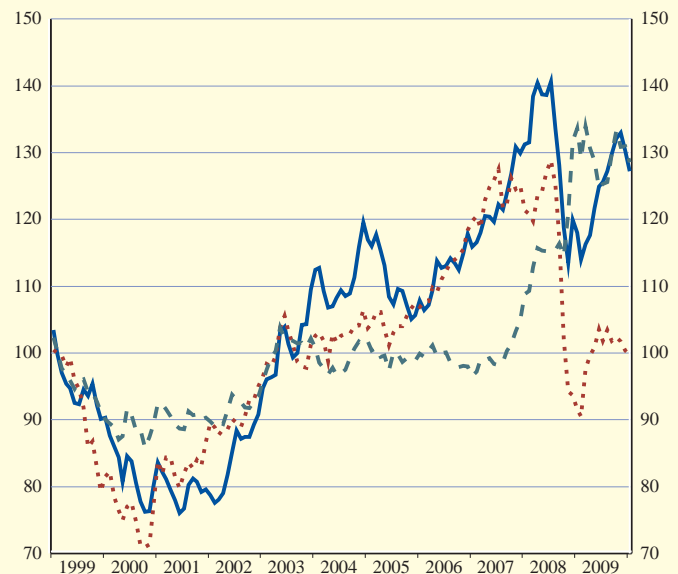
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 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
IV	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1.725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2009 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
Nov	7,4415	10,3331	0,89892	1,4914	132,97	1,5105	1.735,17	11,5588	2,0711	1,5805	8,4143	1,6223
Dic	7,4419	10,4085	0,89972	1,4614	131,21	1,5021	1.703,03	11,3296	2,0392	1,5397	8,4066	1,6185
2010 Ene	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Ene	0,0	-2,1	-1,9	-2,3	-0,7	-1,7	-4,6	-2,2	-2,3	-3,4	-2,7	-3,5
	% variación sobre el año anterior											
2010 Ene	-0,1	-5,0	-3,8	7,8	8,9	-1,1	-9,8	7,9	0,9	-8,3	-11,2	-20,4
	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631		
2009 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		
IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029		
2009 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		
Nov	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262		
Dic	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013		
2010 Ene	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028		
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Ene	0,2	0,0	0,2	0,0	-1,4	-1,8	0,0	-2,1	0,0	-4,5		
	% variación sobre el año anterior											
2010 Ene	-3,8	0,0	0,6	0,0	-3,7	-3,8	0,0	-2,3	-0,9	-1,0		
	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
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	2,7674	9,5277	-	67,3611	14.443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 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
IV	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2009 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
Nov	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
Dic	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
2010 Ene	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Ene	-0,7	-2,3	-	-3,8	-4,1	-3,4	-2,6	-3,6	-3,0	-3,0	-2,5	-2,9
	% variación sobre el año anterior											
2010 Ene	-17,0	7,7	-	1,6	-10,4	1,9	-0,5	-18,6	5,4	0,6	-18,9	2,0

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 III	0,8	-0,1	0,6	-0,9	1,2	2,4	4,9	4,3	5,0	1,7	1,5
IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2009 Oct	0,3	-0,6	0,6	-2,1	-1,2	1,0	4,2	3,8	4,3	1,8	1,5
Nov	0,9	0,2	0,9	-2,1	-1,4	1,3	5,2	3,8	4,6	2,4	1,9
Dic	1,6	0,5	1,2	-1,9	-1,4	1,2	5,4	3,8	4,7	2,8	2,9
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 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
Oct	7,08	4,50	3,60	-	13,51	14,50	7,45	6,15	9,13	3,25	3,34
Nov	6,53	4,19	3,62	-	13,75	14,50	7,37	6,14	8,24	3,27	3,46
Dic	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,60
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 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
Oct	4,84	1,87	1,58	5,44	13,49	6,59	7,34	4,18	10,03	0,50	0,57
Nov	4,80	1,80	1,56	4,54	11,87	5,39	7,56	4,19	10,19	0,48	0,61
Dic	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
PIB real											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,1	-0,2	0,5
2009	.	.	.	.	.	-15,0	.	.	.	.	-4,8
2009 II	-4,9	-4,7	-7,0	-16,1	-17,3	-19,7	-7,2	1,3	-8,7	-5,8	-5,8
III	-5,4	-4,1	-5,4	-15,6	-19,3	-14,2	-7,9	1,0	-7,1	-5,2	-5,1
IV	.	.	.	.	.	-13,0	.	.	.	.	-3,2
Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB											
2007	-27,2	-2,6	1,5	-16,8	-20,4	-12,8	-6,1	-3,6	-12,8	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009 I	-17,2	4,4	1,1	0,8	4,2	4,7	-0,3	2,6	-3,7	7,6	-0,3
II	-12,4	-2,6	4,6	7,9	16,7	3,6	4,4	-0,1	-5,4	9,1	-0,7
III	4,7	-1,6	5,7	9,6	11,8	6,8	4,7	-1,0	-2,3	6,9	-0,8
Deuda exterior bruta en % del PIB											
2007	100,3	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	51,3	151,4	401,3
2008	108,4	47,6	179,0	118,5	128,5	71,6	152,4	56,7	57,0	175,3	431,4
2009 I	106,7	46,1	187,4	118,9	128,6	72,7	187,4	62,0	58,2	185,2	416,6
II	107,1	45,3	189,1	121,2	131,7	77,5	164,4	60,0	61,6	217,0	390,9
III	107,6	44,4	191,9	123,7	145,8	83,1	164,2	60,0	66,5	210,2	408,0
Costes laborales unitarios											
2007	14,2	2,9	4,9	17,3	27,3	6,5	5,4	2,6	15,2	4,7	3,0
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,1	9,3	4,5	6,9	.	2,8	2,8
2009 I	16,1	5,5	7,1	10,0	8,2	14,2	-	5,2	-	8,2	4,5
II	14,2	4,3	9,4	3,4	-1,7	10,8	-	4,0	-	7,0	6,6
III	10,2	2,2	5,1	1,5	-13,0	-6,5	-	4,5	-	5,0	4,2
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009	6,7	6,8	6,0	.	17,7	.	10,0	8,2	.	8,3	.
2009 III	6,9	7,3	6,2	15,2	19,0	14,6	10,4	8,4	7,2	8,6	7,8
IV	7,7	7,8	7,1	.	22,1	.	10,8	8,8	.	8,9	.
2009 Oct	7,4	7,7	6,9	-	21,2	.	10,8	8,7	.	8,8	7,8
Nov	7,7	7,8	7,2	-	22,2	.	10,8	8,8	.	8,9	.
Dic	7,9	8,0	7,4	-	22,8	.	10,7	8,9	.	8,9	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

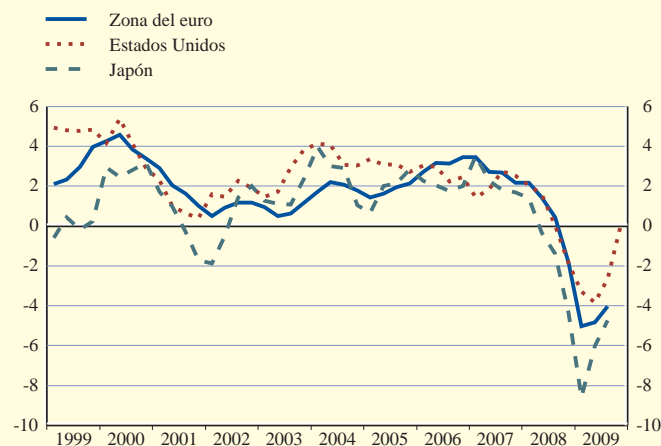
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ , fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	.	-2,4	-11,0	9,3	7,6	0,69	4,17	1,3948	.	.
2008 IV	1,6	1,7	-1,9	-8,7	7,0	8,5	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,3
2009 I	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,2	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,9	60,0
II	-1,2	0,3	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
III	-1,6	-1,4	-2,6	-10,5	9,6	7,7	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
IV	1,4	.	0,1	-4,4	10,0	4,9	0,27	4,17	1,4779	.	.
2009 Sep	-1,3	.	.	-6,9	9,8	7,0	0,30	3,61	1,4562	.	.
Oct	-0,2	.	.	-7,4	10,1	5,8	0,28	3,71	1,4816	.	.
Nov	1,8	.	.	-4,3	10,0	5,5	0,27	3,44	1,4914	.	.
Dic	2,7	.	.	-1,4	10,0	3,4	0,25	4,17	1,4614	.	.
2010 Ene	.	.	.	.	.	.	0,25	3,92	1,4272	.	.
Japón											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	1,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	.	.	-22,5	.	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2008 IV	1,0	3,9	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,42	126,71	.	.
2009 I	-0,1	3,9	-8,6	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,27	122,04	.	.
II	-1,0	2,5	-6,0	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,39	132,59	.	.
III	-2,2	.	-4,7	-20,1	5,5	2,8	0,40	1,47	133,82	.	.
IV	-2,0	.	.	-5,3	.	3,3	0,31	1,47	132,69	.	.
2009 Sep	-2,2	.	.	-18,4	5,3	3,0	0,36	1,45	133,14	.	.
Oct	-2,5	.	.	-15,1	5,1	3,4	0,33	1,58	133,91	.	.
Nov	-1,9	.	.	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,41	132,97	.	.
Dic	-1,7	.	.	5,4	.	3,1	0,28	1,42	131,21	.	.
2010 Ene	.	.	.	.	.	.	0,26	1,42	130,34	.	.

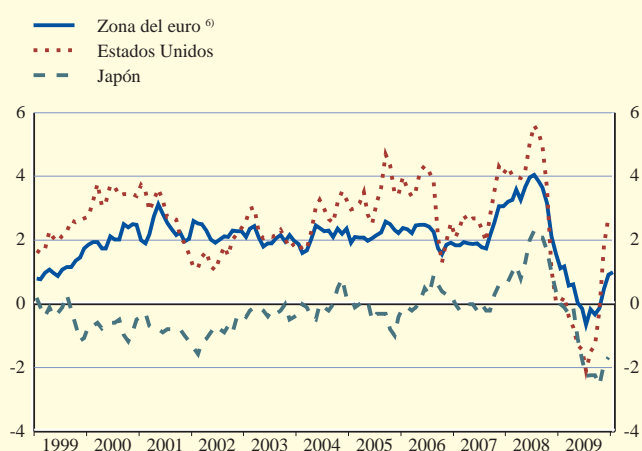
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico]; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del pe-

ríodo 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:

El saldo comercial es la diferencia entre las impor-

1 Para más detalles, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más detalles, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos, de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

taciones y las exportaciones de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta neta disponible, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede

calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por la diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, exclu-

yen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE 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 3 de febrero de 2010.

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 a menudo son provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

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 y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan según la política de inversión [es decir, en fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y según el tipo de fondo [es decir, fondos de inversión de capital variable (*open-end fund*) y de capital fijo (*close-end fund*)]. En la sección 2.10 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

En el *Manual on investment fund statistics* figura más información sobre estas estadísticas de fondos de inversión. Desde diciembre de 2008, se ha recopilado información estadística armonizada con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro,

que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no 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 presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilite una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que hayan adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas sobre valores distintos de acciones y sobre acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a los residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se

presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones y participaciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sec-

ción 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes de la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los

préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación de los tipos de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual, desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario para la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a la vista, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a la vista están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha eran los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de ti-

pos 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 tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los

⁴ Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

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 se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos 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) n° 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 (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 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) n° 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

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios y de comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 2 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, 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 superávits que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones 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 Re-

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.

glamento (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 payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión directa extranjera (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del Marco de Calidad de las Estadísticas del BCE, publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de

Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 8 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internaciona-

les. 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 Eurosystem y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosystem, 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 Eurosystem (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 Eurosystem. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las transacciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de las IFM. En estas operaciones se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona

del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por áreas geográficas (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y los precios industriales de exportación (o precios industriales de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio c.i.f.

(coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, con los socios comerciales de la zona, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India,

Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro» del Boletín Mensual de enero de 2010, la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian

Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL 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, 5 DE NOVIEMBRE Y 3 DE DICIEMBRE DE 2009 Y 14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.





DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2009

Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero de 2009. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre noviembre de 2009 y enero de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2008», abril 2009.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

- «Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
- «Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
- «Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
- «Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.
- «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.
- «Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.
- «Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», abril 2009.
- «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
- «Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
- «Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», mayo 2009.
- «Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.
- «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.
- «Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.
- «Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.
- «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.
- «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.
- «Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.
- «Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.
- «Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.
- «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.
- «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», noviembre 2009.
- «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», enero 2010.
- «Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», enero 2010.
- «Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», enero 2010.

«Los mercados de repos de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros», febrero 2010.

«Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», febrero 2010.

«Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada», febrero 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.

9 «The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations», S. E. Lambrinoc, noviembre 2009.

10 «Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections», P. Athanassiou, diciembre 2009.

DOCUMENTOS OCASIONALES

100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.

101 «Housing finance in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.

102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. 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.

107 «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», S. Cheun, I. von Köppen-Mertes y B. Weller, diciembre 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

1104 «Pass-through of external shocks along the pricing chain: a panel estimation approach for the euro area», B. Landau y F. Skudelny, noviembre 2009.

1105 «Downward nominal and real wage rigidity: survey evidence from European firms», J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõðm, noviembre 2009.

- 1106 «The margins of labour cost adjustment: survey evidence from European firms», J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõõm, noviembre 2009.
- 1107 «Interbank lending, credit risk premia and collateral», F. Heider y M. Hoerova, noviembre 2009.
- 1108 «The role of financial variables in predicting economic activity», R. Espinoza, F. Fornari y M. J. Lombardi, noviembre 2009.
- 1109 «What triggers prolonged inflation regimes? A historical analysis», I. Vansteenkiste, noviembre 2009.
- 1110 «Putting the New Keynesian DSGE model to the real-time forecasting test», M. Kolasa, M. Rubaszek y P. Skrzypczyński, noviembre 2009.
- 1111 «A stable model for euro area money demand: revisiting the role of wealth», A. Beyer, noviembre 2009.
- 1112 «Risk spillover among hedge funds: the role of redemptions and fund failures», B. Klaus y B. Rzepkowski, noviembre 2009.
- 1113 «Volatility spillovers and contagion from mature to emerging stock markets», J. Beirne, G. M. Caporale, M. Schulze-Ghattas y N. Spagnolo, noviembre 2009.
- 1114 «Explaining government revenue windfalls and shortfalls: an analysis for selected EU countries», R. Morris, C. Rodrigues Braz, F. de Castro, S. Jonk, J. Kremer, S. Linehan, M. Rosaria Marino, C. Schalck y O. Tkacevs, noviembre 2009.
- 1115 «Estimation and forecasting in large datasets with conditionally heteroskedastic dynamic common factors», L. Alessi, M. Barigozzi y M. Capasso, noviembre 2009.
- 1116 «Sectorial border effects in the European Single Market: an explanation through industrial concentration», G. Cafiso, noviembre 2009.
- 1117 «What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth», J. Slacalek, noviembre 2009.
- 1118 «Discretionary fiscal policies over the cycle: new evidence based on the ESCB disaggregated approach», L. Agnello y J. Cimadomo, noviembre 2009.
- 1119 «Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area», M. Buchmann, diciembre 2009.
- 1120 «Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States», J. Beirne y M. Bijsterbosch, diciembre 2009.
- 1121 «Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets», A. Popov, diciembre 2009.
- 1122 «Monetary policy shocks and portfolio choice», M. Fratzscher, C. Saborowski y R. Straub, diciembre 2009.
- 1123 «Monetary policy and the financing of firms», F. De Fiore, P. Teles y O. Tristani, diciembre 2009.
- 1124 «Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area», O. Castrén e I. K. Kavonius, diciembre 2009.
- 1125 «Leading indicators in a globalised world», F. Fichtner, R. Ruffer y B. Schnatz, diciembre 2009.
- 1126 «Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk», F. Heider, M. Hoerova y C. Holthausen, diciembre 2009.
- 1127 «The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09», J. W. Ejsing y W. Lemke, diciembre 2009.
- 1128 «EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy», G. Amisano, N. Giammarioli y L. Stracca, diciembre 2009.
- 1129 «Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries», M. Andersson, K. Masuch y M. Schiffbauer, diciembre 2009.
- 1130 «Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment», S. Delle Chiaie, diciembre 2009.

- 1131 «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», M. G. Attinasi, C. Checherita y C. Nickel, diciembre 2009.
- 1132 «A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information», J. Paredes, D. J. Pedregal y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1133 «Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment», P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1134 «Would the Bundesbank have prevented the great inflation in the United States?», L. Benati, diciembre 2009.
- 1135 «Return to retail banking and payments», I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, diciembre 2009.
- 1136 «Payment scale economies, competition and pricing», D. B. Humphrey, diciembre 2009.
- 1137 «Regulating two-sided markets: an empirical investigation», S. Carbó Valverde, S. Chakravorti y F. Rodríguez Fernández, diciembre 2009.
- 1138 «Credit card interchange fees», J. C. Rochet y J. Wright, diciembre 2009.
- 1139 «Pricing payment cards», O. Bedre y E. Calvano, diciembre 2009.
- 1140 «SEPA, efficiency and payment card competition», W. Bolt y H. Schmiedel, diciembre 2009.
- 1141 «How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence», S. Carbó Valverde y J. M. Liñares-Zegarra, diciembre 2009.
- 1142 «Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?», B. Scholnick, diciembre 2009.
- 1143 «What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market», B. Alexandrova-Kabadjova y J. Luis Negrin, diciembre 2009.
- 1144 «Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata», U. von Kalckreuth, T. Schmidt y H. Stix, diciembre 2009.
- 1145 «An area-wide real-time database for the euro area», D. Giannone, J. Henry, M. Lalik y M. Modugno, enero 2010.
- 1146 «The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts», M. Ehrmann, S. Eijffinger y M. Fratzscher, enero 2010.
- 1147 «Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment», R. Iye y J. L. Peydró, enero 2010.
- 1148 «Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data», J. J. Pérez y J. Sánchez, enero 2010.
- 1149 «Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area», A. Beyer y K. Juselius, enero 2010.
- 1150 «Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area», L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen y M. Protopapa, enero 2010.
- 1151 «Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates», M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik y Alistair Dieppe, enero 2010.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (solo en Internet).
- «Euro money market study 2008», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Eurosysteem oversight policy framework», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (solo en Internet).
- «European Commission's consultation on hedge funds – Eurosysteem contribution», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (solo en Internet).

«Expectativas del Eurosistema sobre la SEPA», marzo 2009 (solo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (solo en Internet).

«EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (solo en Internet).

«The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (solo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2009.

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – julio 2009», agosto 2009 (solo en internet).

«Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update», agosto 2009.

«EU banking sector stability», agosto 2009 (solo en Internet).

«Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (solo en Internet).

«OCT derivatives and post-trading infrastructures», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – agosto 2009», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution», septiembre 2009 (solo en Internet).

«ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre 2009 (solo en Internet).

«The euro at ten – lessons and challenges», Fifth ECB Central Banking Conference volume, septiembre 2009.

«Euro money market survey», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – septiembre 2009», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote», octubre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – octubre 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Eurosistema oversight report 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – noviembre 2009», diciembre 2009 (solo en Internet).

«New procedure for constructing Eurosistema and ECB staff projection ranges», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Financial Stability Review», diciembre 2009.

«Retail payments – integration and innovation», diciembre 2009 (solo en Internet).

«Recent advances in modelling systemic risk using network analysis», enero 2010 (solo en Internet).

«Contribution of the Eurosistema to the public consultation of the European Commission on the future 'EU 2020' strategy», enero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosistema counterparties», enero 2010 (solo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.

«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.

«The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», julio 2009.

«T2S – settling without borders», enero 2010.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, pasivos en forma de depósitos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda pública 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 Eurosistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al

menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de financiación a plazo más largo: Operaciones de crédito con vencimiento superior a una semana realizadas por el Eurosistema en forma de operaciones temporales. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación principal de financiación: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona

del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica el tipo de interés y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán.

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indicado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa. Comprenden las acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.